

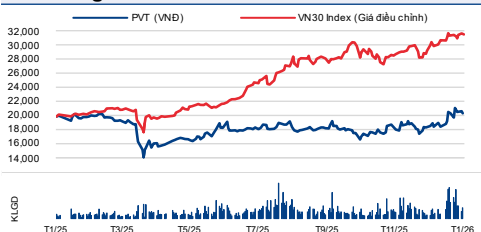
## Năm giữ

Giá mục tiêu: VNĐ21,300  
Tiềm năng tăng/giảm: 3.9%

| Giá cổ phiếu (đồng) (21/1/2026) | 20,500                     |
|---------------------------------|----------------------------|
| Mã Bloomberg                    | PVT VN                     |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)        | 14,091-21,050              |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)        | 20,467                     |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)       | 9,634                      |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)     | 367                        |
| Slg CP lưu hành (tr.đv)         | 470                        |
| Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)   | 230                        |
| Slg CP NN được mua (tr.đv)      | 183                        |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN        | 49.0%                      |
| Tỷ lệ sở hữu của NN             | 10.1%                      |
| 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  | 12.3   | 20.6   | 3.28    |
| So với chỉ số    | 4.12   | 10.8   | (34.9)  |
| So với ngành     | -      | -      | -       |

Nguồn: Công ty, FactSet

## HSC và trung bình thị trường

| EPS ĐC (đồng) | HSC   | Thị trường | % ch. lệch |
|---------------|-------|------------|------------|
| 2025F         | 2,308 | 2,028      | 13.8       |
| 2026F         | 2,203 | 2,753      | (20.0)     |
| 2027F         | 2,370 | 3,097      | (23.5)     |

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

#### Chế Thị Mai Trang

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp  
trang.ctmai@hsc.com.vn  
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

#### Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp  
han.vtn@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 314

## Nền tảng tài chính vững vàng trong một ngành mang tính chu kỳ; Năm giữ

- HSC khuyến nghị lần đầu Năm giữ đối với PVT với giá mục tiêu 21.300đ. PVT là doanh nghiệp vận tải dầu khí hàng đầu tại Việt Nam với sự hỗ trợ mạnh mẽ từ công ty mẹ là Petrovietnam (PVN, tư nhân/chưa niêm yết, PVN nắm giữ 51% cổ phần PVT).
- HSC dự báo lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi năm 2025 sẽ giảm 4% do giảm giá định giá cho thuê tàu trong bối cảnh nguồn cung toàn cầu dư thừa, sau đó tăng trưởng ở mức một chữ số cao trong từng năm 2026, 2027 nhờ mở rộng đội tàu. Dự báo mới của chúng tôi – thấp hơn bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 4%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 12% trong 1 tháng qua, PVT đang giao dịch ở mức EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 3,5 lần, so với bình quân 4 năm ở mức 3,7 lần – theo chúng tôi đây là mức định giá hợp lý. Tại giá mục tiêu, tiềm năng tăng giá là 4% và EV/ EBITDA dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 3,6 lần và 3,1 lần.

## Doanh nghiệp vận tải dầu khí hàng đầu tại Việt Nam

PVT được thành lập năm 2002 trực thuộc Tập đoàn Công nghiệp – Năng lượng Quốc gia Việt Nam (PetroVietnam, tập đoàn năng lượng Nhà nước của Việt Nam) và hiện vẫn nhận được sự hỗ trợ mạnh mẽ từ công ty mẹ với khoảng 30% doanh thu vận tải của PVT trong năm 2024 đến từ PetroVietnam. Nhờ sự hỗ trợ này, PVT đang giữ vị thế chi phối trong thị trường vận tải dầu khí nội địa của Việt Nam với thị phần 100% ở phân khúc vận tải dầu thô và LPG và 30% thị phần ở phân khúc dầu sản phẩm. HSC cho rằng sẽ không có sự thay đổi đáng kể nào đối với vị thế thị trường có sự bảo vệ vững chắc này của PVT trong trung hạn.

Để củng cố nền tảng, PVT đã mở rộng đội tàu với tốc độ CAGR 17% trong giai đoạn 2017-2025; Công ty hiện sở hữu 65 tàu – bao gồm các phân khúc dầu thô, LPG, dầu sản phẩm/hóa chất và hàng rời – với tổng trọng tải đạt 2 triệu DWT. Cơ cấu đội tàu đa dạng giúp PVT giảm thiểu biến động của thị trường và ổn định lợi nhuận qua các chu kỳ. Kết hợp với tình hình tài chính lành mạnh, thể hiện qua tỷ lệ vay nợ thấp (ước tính 13,1% tại thời điểm cuối năm 2025), PVT mang lại hình ảnh một doanh nghiệp có nền tảng ổn định và tài chính được kiểm soát chặt chẽ.

## Khả năng chống chịu tốt nhờ mở rộng quy mô trong bối cảnh thị trường toàn cầu biến động

Năm 2025 là một năm nhiều thách thức đối với PVT khi giá cho thuê tàu toàn cầu tại hầu hết các phân khúc giảm mạnh do nguồn cung đội tàu tăng nhanh hơn nhu cầu; HSC dự báo lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi năm 2025 sẽ giảm 4% xuống 993 tỷ đồng (9 tháng đầu năm 2025 – giảm 6% so với cùng kỳ; Q4/2025 – tăng 5% so với cùng kỳ). Trong khi giá cho thuê tàu nhiều khả năng tiếp tục chịu áp lực trong giai đoạn 2026-2027 do lượng tàu đóng mới được bàn giao lớn, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ tăng trưởng lần lượt 9% và 8% trong các năm này nhờ công suất mở rộng và đóng góp trọn năm từ các tàu được mua trong nửa cuối năm 2025. Dự báo mới của HSC – thấp hơn bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 4%.

## Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 12% trong 1 tháng qua và 21% trong 3 tháng qua, PVT đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm – hệ số HSC ưu tiên sử dụng do PVT có chi phí khấu hao cao – ở mức 3,5 lần, so với bình quân 4 năm (kể từ tháng 1/2022) ở mức 3,7 lần. HSC khuyến nghị lần đầu Năm giữ với giá mục tiêu 21.300đ (tiềm năng tăng giá 4%). PVT đang được định giá hợp lý trong bối cảnh triển vọng tăng trưởng chậm lại trong thời gian tới; đồng thời, các rủi ro cũng ở trạng thái cân bằng tại mặt bằng giá hiện tại.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 22/1.

| Cuối năm: Tháng 12        | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng)       | 2,769  | 3,737  | 3,907  | 4,335  | 4,658  |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 972    | 1,093  | 993    | 1,078  | 1,160  |
| EPS ĐC (đồng)             | 2,696  | 3,107  | 2,308  | 2,203  | 2,370  |
| DPS (đồng)                | 300    | 0      | 300    | 300    | 300    |
| BVPS (đồng)               | 21,044 | 21,682 | 18,454 | 20,357 | 22,428 |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 4.18   | 3.48   | 4.08   | 3.55   | 3.14   |
| P/E ĐC (lần)              | 7.60   | 6.60   | 8.88   | 9.30   | 8.65   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 1.46   | 0      | 1.46   | 1.46   | 1.46   |
| P/B (lần)                 | 0.97   | 0.95   | 1.11   | 1.01   | 0.91   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | 12.8   | 15.2   | (25.7) | (4.52) | 7.58   |
| ROAE (%)                  | 15.2   | 15.0   | 12.1   | 11.8   | 11.5   |

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

## Mục lục

|                                                                                                                            |           |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Kết luận đầu tư</b>                                                                                                     | <b>3</b>  |
| Doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực logistics dầu khí tại Việt Nam                                                         | 3         |
| Điểm mạnh: Nền tảng tài chính vững vàng trong một ngành mang tính chu kỳ                                                   | 3         |
| Điểm yếu: Tỷ suất lợi nhuận thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành                                                    | 4         |
| Mở rộng đội tàu để ứng phó với áp lực giảm giá cho thuê tàu toàn cầu                                                       | 5         |
| Định giá và khuyến nghị                                                                                                    | 6         |
| <b>Tổng quan doanh nghiệp</b>                                                                                              | <b>7</b>  |
| Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp                                                                                                | 7         |
| Cơ cấu doanh thu                                                                                                           | 7         |
| Cơ cấu cổ đông                                                                                                             | 9         |
| <b>Góc nhìn cận cảnh: Doanh nghiệp dẫn đầu Việt Nam trong lĩnh vực vận tải dầu khí</b>                                     | <b>10</b> |
| Mở rộng đội tàu mạnh mẽ và đa dạng                                                                                         | 10        |
| Doanh nghiệp dẫn đầu thị trường nội địa trong lĩnh vực vận tải dầu khí                                                     | 10        |
| Mở rộng thị trường quốc tế để hỗ trợ tăng trưởng khi doanh thu nội địa đã chững lại                                        | 12        |
| Mở rộng nhanh chóng với đội tàu đa dạng                                                                                    | 14        |
| <b>Tình hình tài chính: Tăng trưởng ổn định + nền tảng tài chính an toàn</b>                                               | <b>17</b> |
| Tăng trưởng ổn định bất chấp biến động mang tính chu kỳ của ngành                                                          | 17        |
| Chính sách khấu hao và bảo dưỡng linh hoạt hỗ trợ ổn định lợi nhuận                                                        | 19        |
| Tài sản và vốn CSH tăng trưởng mạnh mẽ                                                                                     | 20        |
| Dòng tiền mạnh với tỷ lệ nợ thấp                                                                                           | 20        |
| An toàn hơn nhưng khả năng sinh lời thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành                                            | 21        |
| <b>Tổng quan về ngành</b>                                                                                                  | <b>24</b> |
| Cán cân cung-cầu bất lợi gây áp lực lên giá cho thuê tàu năm 2025                                                          | 24        |
| Nguồn cung cao tiếp tục gây áp lực lên triển vọng giá cho thuê tàu các năm 2026-2027 nhưng mức độ thấp hơn so với năm 2025 | 24        |
| Rủi ro từ các yếu tố địa chính trị vẫn hiện hữu                                                                            | 27        |
| <b>Dự báo lợi nhuận</b>                                                                                                    | <b>29</b> |
| Đánh giá KQKD 9 tháng đầu năm 2025                                                                                         | 29        |
| Dự báo lợi nhuận năm 2025                                                                                                  | 31        |
| Dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027                                                                                         | 31        |
| <b>Định giá và khuyến nghị</b>                                                                                             | <b>34</b> |
| Kết luận và phương pháp định giá                                                                                           | 34        |
| Bối cảnh định giá                                                                                                          | 34        |
| Rủi ro đối với khuyến nghị và giá mục tiêu của HSC                                                                         | 36        |

## Kết luận đầu tư

HSC khuyến nghị lần đầu Nắm giữ với giá mục tiêu 21.300đ (tiềm năng tăng giá 4%). Là công ty con chủ chốt của PVN, PVT duy trì vị thế chi phối trong lĩnh vực vận tải dầu khí tại Việt Nam. Khả năng chống chịu và thích ứng của Công ty được củng cố nhờ bảng CĐKT lành mạnh, dòng tiền ổn định và quản lý nợ vay chặt chẽ. Mặc dù PVT tiếp tục ghi nhận tăng trưởng ổn định nhờ đa dạng hóa đội tàu và mở rộng quy mô một cách có chọn lọc, chúng tôi cũng lưu ý về những thay đổi trong bối cảnh toàn cầu của ngành. Khi nguồn cung tàu dự báo tăng nhanh hơn nhu cầu trong giai đoạn 2026-2027, giá cho thuê tàu có thể bị ảnh hưởng. Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức khiêm tốn 4% cho giai đoạn 2024-2027, và cho rằng mức định giá hiện tại đã phản ánh hợp lý giá trị của PVT ở thời điểm này.

## Doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực logistics dầu khí tại Việt Nam

Thành lập năm 2002, PVT được định hướng trở thành trụ cột trong chiến lược tự chủ logistics dầu khí của Việt Nam, qua đó giảm sự phụ thuộc của quốc gia vào các đơn vị vận tải quốc tế. Là công ty con do Petrovietnam (PVN) nắm giữ 51% cổ phần, PVT nhận được sự hỗ trợ vượt trội từ Tập đoàn và mạng lưới các đơn vị thành viên đa dạng.

Sự hậu thuẫn mang tính chiến lược này đã giúp PVT xây dựng và duy trì vị thế thị trường vượt trội:

- **Dầu thô & LPG:** PVT nắm giữ 100% thị phần nội địa, đóng vai trò là đơn vị vận tải độc quyền phục vụ nhu cầu năng lượng quốc gia.
- **Dầu sản phẩm:** PVT duy trì thị phần nội địa đáng kể ở mức 30%, với tiềm năng tiếp tục mở rộng khi sản lượng từ các nhà máy lọc dầu biến động. PVT hiện là doanh nghiệp vận tải dầu sản phẩm lớn nhất trên thị trường nội địa.
- **Lợi thế cạnh tranh mang tính chiến lược:** Nguồn cầu nội bộ từ hệ sinh thái của PVN tạo ra nền tảng sản lượng ổn định cho PVT, phần lớn ít chịu tác động từ cạnh tranh bên ngoài.

Động lực tăng trưởng của PVT (doanh thu tăng trưởng với tốc độ CAGR 12% và lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 13% trong giai đoạn 2020-2024) đến từ chiến lược mở rộng đội tàu mang tính quyết liệt nhưng có kiểm soát chặt chẽ. Trong giai đoạn 2017-2025, công suất đội tàu của Công ty tăng trưởng với tốc độ CAGR 17%, với các đặc điểm nền tảng bao gồm:

- **Quy mô:** Đội tàu hiện tại gồm 65 tàu với tổng trọng tải đạt 2 triệu DWT.
- **Giảm thiểu rủi ro thông qua đa dạng hóa:** PVT vận hành một cơ cấu đội tàu cân bằng bao gồm tàu dầu thô, tàu LPG, tàu dầu sản phẩm/hóa chất và tàu hàng rời. Chiến lược đa phân khúc này đóng vai trò như một hàng rào phòng vệ tự nhiên. Chẳng hạn, khi mảng hàng rời biến động mạnh, khả năng chống chịu của các phân khúc LPG hoặc hóa chất thường sẽ giúp bù đắp tác động, qua đó giúp dòng tiền được ổn định qua các chu kỳ thị trường khác nhau.

## Điểm mạnh: Nền tảng tài chính vững vàng trong một ngành mang tính chu kỳ

Mặc dù ngành vận tải biển toàn cầu vốn mang tính chu kỳ cao, nhạy cảm với các biến động địa chính trị và sự mất cân đối trong dòng chảy thương mại, PVT đã cho thấy khả năng duy trì tăng trưởng lợi nhuận tương đối ổn định trong giai đoạn 2020-2024, với doanh thu và lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt lần lượt 12% và 13%. Trong khi đó, EBITDA ghi nhận mức tăng trưởng mạnh hơn đáng kể với CAGR đạt 21% trong cùng giai đoạn, phản ánh hiệu quả HĐKD được cải thiện.

Nhìn chung, ROAE và ROAA duy trì ổn định quanh mức lần lượt là 11% và 6%, qua đó cho thấy Công ty có khả năng tạo ra lợi suất ổn định bất chấp biến động của ngành. Khả năng chống chịu này được củng cố nhờ một số yếu tố then chốt bao gồm: (1) đội

tàu được đa dạng hóa cao trên nhiều phân khúc tàu như đã đề cập ở trên, (2) vị thế thị trường nội địa mang tính chi phối với sự hậu thuẫn từ PVN, (3) năng lực quản lý kỹ thuật và cung ứng thuyền viên nội bộ giúp nâng cao hiệu quả chi phí và công suất hoạt động, cùng với công tác quản lý chi phí đặc biệt chặt chẽ.

Theo quan sát của chúng tôi, với vai trò là một doanh nghiệp nhà nước, PVT áp dụng phương pháp quản trị thận trọng, tập trung vào việc duy trì sự ổn định của lợi nhuận:

- Trong các giai đoạn thị trường biến động, Công ty đẩy nhanh việc ghi nhận chi phí bảo trì và sửa chữa nhằm giảm áp lực lợi nhuận cho các kỳ sau.
- Bên cạnh đó, chính sách khấu hao tàu linh hoạt của PVT (5-20 năm) cũng góp phần hỗ trợ sự ổn định lợi nhuận. Nguyên nhân là theo quy định kế toán Việt Nam, doanh nghiệp được phép lựa chọn thời gian khấu hao đối với tài sản là phương tiện vận tải trong khoảng 5-20 năm và có thể điều chỉnh thời gian khấu hao một lần trong suốt vòng đời của tài sản. Do đó, khi đầu tư tàu mới, PVT có sự linh hoạt trong việc xác định thời gian khấu hao cho từng tàu.

Trong các chu kỳ thị trường thuận lợi, khi giá cho thuê tàu và chi phí đầu tư tàu ở mức cao, Công ty có thể áp dụng thời gian khấu hao ngắn hơn (7-9 năm) nhằm phản ánh chi phí khấu hao cao phù hợp với khả năng tạo dòng tiền cho thuê tàu mạnh. Ngược lại, trong điều kiện thị trường kém thuận lợi, khi cả giá cho thuê tàu và giá tàu đều ở mức thấp, PVT có thể kéo dài thời gian khấu hao (10-20 năm) để giảm áp lực chi phí và điều chỉnh chi phí phù hợp hơn với khả năng tạo dòng tiền thấp hơn.

Chiến lược quản trị này giúp duy trì sự ổn định lợi nhuận nhưng đồng thời cũng hạn chế khả năng tăng trưởng lợi nhuận đột biến của PVT ngay cả trong những giai đoạn thị trường thuận lợi với giá cho thuê tàu ở mức cao.

### Bảng CĐKT lành mạnh với mức nợ thấp

PVT sở hữu dòng tiền mạnh, được hỗ trợ nhờ tăng trưởng lợi nhuận vững chắc và chính sách cổ tức thận trọng, qua đó giúp Công ty giữ lại nguồn tiền để phục vụ kế hoạch mở rộng đội tàu. Tại thời điểm cuối năm 2024, tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH và nợ thuần/tổng tài sản lần lượt ở mức 23% và 12%, phản ánh một bảng CĐKT rất thận trọng và an toàn.

### Điểm yếu: Tỷ suất lợi nhuận thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành

Trong số các doanh nghiệp vận tải biển niêm yết tại Việt Nam, HAH (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 72.700đ) là doanh nghiệp so sánh phù hợp nhất với PVT vì cả hai đều là các doanh nghiệp dẫn đầu thị trường nội địa trong phân khúc hoạt động của mình. HAH là doanh nghiệp hàng đầu trong mảng vận tải container trong khi PVT chi phối mảng vận tải dầu khí và hóa dầu.

So với HAH, PVT có cơ cấu vay nợ thận trọng hơn và ghi nhận lợi nhuận ổn định hơn nhờ nền tảng tài chính vững chắc cùng đội tàu đa dạng; tuy nhiên, tăng trưởng lợi nhuận và tỷ suất lợi nhuận của PVT thấp hơn so với HAH.

- Trong giai đoạn 2020-2024, PVT ghi nhận tỷ suất lợi nhuận gộp bình quân 18%, thấp hơn đáng kể so với mức 31% của HAH, qua đó khiến ROAE và ROAA của PVT chỉ đạt lần lượt 11% và 6%, so với mức 30% và 12% của HAH.
- Tăng trưởng hạn chế của thị trường nội địa đã thúc đẩy PVT tập trung vào các tuyến vận tải quốc tế, hiện chiếm khoảng 90% đội tàu của Công ty. Tuy nhiên, mặc dù tỷ trọng tàu khai thác trên các tuyến quốc tế ở mức cao, mảng vận tải quốc tế chỉ đóng góp lần lượt 68% doanh thu vận tải và 59% lợi nhuận gộp của PVT trong năm 2024, chủ yếu do tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn (ở mức 20%) so với mảng vận tải nội địa (31%).
- Ngược lại, HAH có tỷ trọng tàu khai thác trên các tuyến quốc tế thấp hơn (khoảng 70% đội tàu) và còn hưởng lợi từ việc sở hữu cảng biển tại Hải Phòng, qua đó giúp doanh nghiệp tiết giảm chi phí vận hành (phí xếp dỡ, kho bãi container, v.v.) cho hoạt động vận tải biển.

## Mở rộng đội tàu để ứng phó với áp lực giảm giá cho thuê tàu toàn cầu

Năm 2025 là một năm nhiều thách thức đối với PVT khi giá cho thuê tàu toàn cầu tại hầu hết các phân khúc (ngoại trừ tàu LPG) giảm 10-25% do nguồn cung đội tàu toàn cầu tăng nhanh hơn nhu cầu.

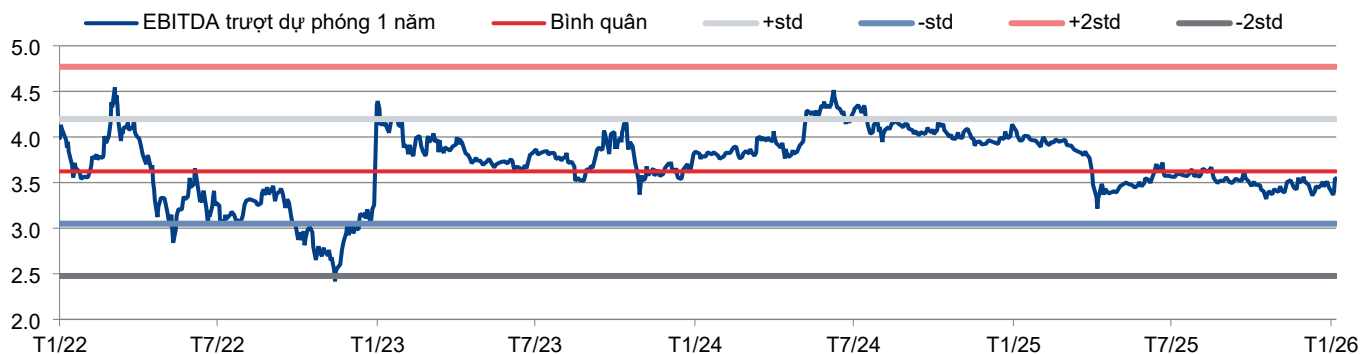
Theo đó, lợi nhuận thuần 9 tháng đầu năm 2025 đạt 772 tỷ đồng, giảm 13% so với cùng kỳ, nhưng chỉ giảm 6% so với cùng kỳ sau khi loại trừ khoản lợi nhuận thuần không thường xuyên 64 tỷ đồng từ việc bán tàu trong năm trước đó (ghi nhận trong Q3/2024). Theo quan điểm của HSC, mức sụt giảm tương đối khiêm tốn của lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi là tín hiệu tích cực trong bối cảnh giá cho thuê tàu giảm mạnh, qua đó cho thấy khả năng kiểm soát chi phí chặt chẽ của BLĐ và chiến lược duy trì sự ổn định lợi nhuận.

Cho năm 2025, HSC dự báo lợi nhuận thuần đạt 993 tỷ đồng (không ghi nhận khoản mục không thường xuyên nào), giảm 9% so với năm ngoái, và giảm 4% trên cơ sở lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi. Điều này tương ứng với lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 220 tỷ đồng, tăng 5% so với cùng kỳ, được hỗ trợ bởi việc mở rộng công suất. Đội tàu của PVT đã tăng lên 65 tàu tại thời điểm cuối năm 2025, so với 58 tàu và 62 tàu lần lượt tại thời điểm cuối năm 2024 và Q3/2025.

Trong bối cảnh ngành đang trải qua giai đoạn hấp thụ nguồn cung, chiến lược liên tục trẻ hóa và mở rộng đội tàu của PVT đóng vai trò như một bộ đệm quan trọng giúp giảm bớt tác động này. Thông qua việc gia tăng trọng tải (sản lượng), Công ty có thể bù đắp tác động tiêu cực từ mặt bằng giá cho thuê tàu suy yếu. Do đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ phục hồi trong các năm 2026-2027 với mức tăng trưởng lần lượt 9% và 8%, được thúc đẩy bởi việc mở rộng đội tàu và đóng góp trọn năm từ các tàu được mua trong nửa cuối năm 2025. Trong giai đoạn 2024-2027, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 4%.

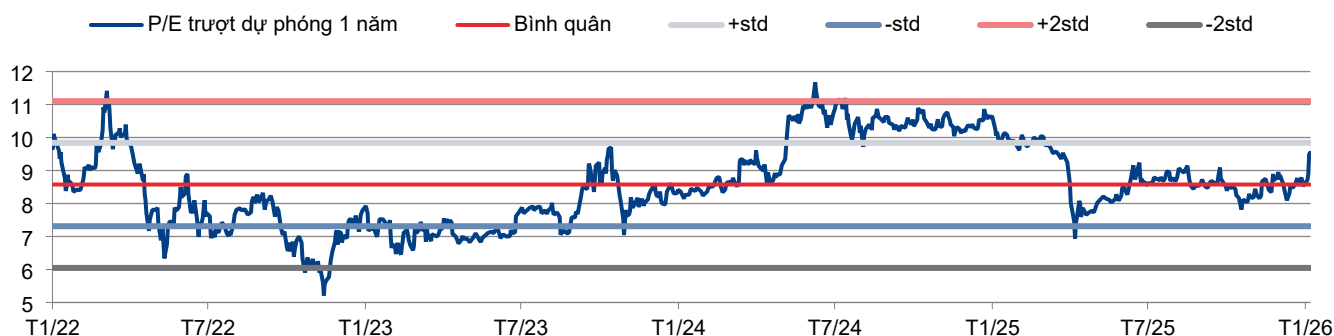
### Biểu đồ 1: EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm, PVT

PVT hiện đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 3,5 lần, sát với bình quân 4 năm ở mức 3,7 lần



### Biểu đồ 2: P/E trượt dự phóng 1 năm, PVT

PVT hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,5 lần, cao hơn một chút so với bình quân 4 năm (8,6 lần)



## Định giá và khuyến nghị

HSC khuyến nghị lần đầu Nắm giữ đối với PVT với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 21.300đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 4%.

PVT đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm – hệ số chúng tôi ưu tiên sử dụng do chi phí khấu hao rất cao khiến các hệ số định giá dựa trên lợi nhuận thuần có thể bị bóp méo – ở mức 3,5 lần, sát với bình quân kể từ tháng 1/2022 ở mức 3,7 lần. Đáng chú ý, khi đánh giá theo P/E, cổ phiếu đang được định giá cao hơn, với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 9,5 lần, cao hơn bình quân 4 năm ở mức 8,6 lần. Nhìn chung, mức định giá hiện tại của cổ phiếu phản ánh hợp lý giá trị của PVT.

So với các doanh nghiệp cùng ngành, PVT đang có P/E, P/B và EV/EBITDA dự phóng năm 2026 thấp hơn. Tuy nhiên, xét đến việc ROA và ROE của PVT thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành do chiến lược quản trị thận trọng, chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại của cổ phiếu là hợp lý.

### Bảng 3: Định giá các doanh nghiệp cùng ngành, PVT

PVT đang giao dịch với EV/EBITDA năm 2026 là 3,6 lần so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 5,1 lần

| Doanh nghiệp                                   | Mã Bloomberg | Quốc gia   | Vốn hóa (USD) | 2026 P/E    | 2026 P/B   | 2026 EV/EBITDA | 2024 ROA    | 2024 ROE    |
|------------------------------------------------|--------------|------------|---------------|-------------|------------|----------------|-------------|-------------|
| <b>Doanh nghiệp vận tải biển trong khu vực</b> |              |            |               |             |            |                |             |             |
| CSC NANJING TANKER CORPORA-A                   | 601975 CH    | TRUNG QUỐC | 2,058         | 10.2        | 1.2        | 5.0            | 15.9        | 21.0        |
| SOECHI LINES TBK PT                            | SOCI IJ      | INDONESIA  | 245           | N/a         | N/a        | N/a            | 2.7         | 4.2         |
| COSCO SHIPPING SPECIALIZED-A                   | 600428 CH    | TRUNG QUỐC | 2,779         | 10.4        | 1.2        | 8.5            | 3.7         | 8.9         |
| TEMAS TBK PT                                   | TMAS IJ      | INDONESIA  | 634           | N/a         | N/a        | N/a            | 16.1        | 26.3        |
| COSCO SHIPPING HOLDINGS CO-H                   | 1919 HK      | TRUNG QUỐC | 31,998        | 7.3         | N/a        | N/a            | 16.3        | 23.1        |
| GREAT EASTERN SHIPPING CO                      | GESCO IN     | ẤN ĐỘ      | 1,779         | <b>10.3</b> | <b>1.2</b> | <b>5.0</b>     | <b>10.4</b> | <b>16.3</b> |
| <b>Trung vị các doanh nghiệp vận tải</b>       |              |            |               |             |            |                |             |             |
| <b>Doanh nghiệp vận tải biển trong nước</b>    |              |            |               |             |            |                |             |             |
| HAI AN TRANSPORT & STEVEDORI                   | HAH VN       | VIỆT NAM   | 372           | 11.5        | 1.9        | 5.3            | 15.8        | 31.4        |
| <b>Trung vị - tổng thể</b>                     |              |            |               | <b>10.4</b> | <b>1.2</b> | <b>5.1</b>     | <b>15.8</b> | <b>21.0</b> |
| TỔNG CTCP VẬN TẢI DẦU KHÍ                      | PVT VN       | VIỆT NAM   | 336           | <b>9.3</b>  | <b>1.0</b> | <b>3.6</b>     | <b>5.9</b>  | <b>11.3</b> |

Nguồn: HSC

## Tổng quan doanh nghiệp

PVT đã hoạt động hơn hai thập kỷ với vai trò là công ty vận tải biển chủ chốt của PVN. Công ty được thành lập nhằm phát triển năng lực vận tải dầu khí trong nước, lĩnh vực trước đây phần lớn phụ thuộc vào các đơn vị vận tải nước ngoài. Tận dụng sự hỗ trợ mạnh mẽ từ hệ sinh thái PVN, PVT đã ký kết các hợp đồng vận tải dài hạn với các đơn vị chủ chốt trong Tập đoàn và trở thành doanh nghiệp vận tải dầu khí và hóa dầu hàng đầu tại Việt Nam.

PVT được thành lập năm 2002 với vai trò là công ty con của PVN. Tận dụng vị thế là một thành viên trong hệ sinh thái PVN, PVT nhận được sự hỗ trợ mạnh mẽ từ Tập đoàn và được giao thực hiện các hợp đồng vận tải sản phẩm dầu khí cho các đơn vị thành viên khác của PVN, bao gồm BSR (Giảm tỷ trọng, giá mục tiêu 15.000đ), OIL (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 11.900đ) và GAS (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 74.000đ), v.v.. Hiện nay, PVT là công ty con mang tính chiến lược của PVN, được hậu thuẫn nhờ các lợi thế cộng hưởng mạnh mẽ từ Tập đoàn.

## Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp

Sau hơn 23 năm hoạt động, PVT hiện có chín công ty con và một công ty liên kết. Các đơn vị này chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực vận tải các sản phẩm dầu khí (bao gồm dầu thô, sản phẩm lọc dầu, LPG và sản phẩm hóa chất) và vận tải hàng rời cùng với hoạt động kinh doanh sản phẩm dầu khí cũng như dịch vụ bảo dưỡng và đại lý hàng hải.

**Bảng 4: Cơ cấu doanh nghiệp, PVT**

PVT có 9 công ty con và 1 công ty liên kết

| Công ty                                           | HĐKD chính                                              | Tỷ lệ sở hữu | Vốn điều lệ (tỷ đồng) | Doanh thu năm 2024 (tỷ đồng) | LNTT năm 2024 PBT (tỷ đồng) |
|---------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|--------------|-----------------------|------------------------------|-----------------------------|
| <b>I. Công ty con</b>                             |                                                         |              |                       |                              |                             |
| 1 Vận tải Dầu khí Thái Bình Dương                 | Vận chuyển dầu thô, các sản phẩm dầu mỏ                 | 65%          | 1,037                 | 1,853                        | 268                         |
| 2 Vận tải Dầu khí Miền Nam                        | Vận hành tàu chở hóa chất và sản phẩm dầu mỏ            | 70%          | 583                   | 1,418                        | 130                         |
| 3 Vận tải Nhật Việt                               | Vận chuyển LPG, các sản phẩm hóa chất, tàu chở hàng rời | 51%          | 1,155                 | 2,592                        | 255                         |
| 4 Vận chuyển Sản phẩm Khí quốc tế                 | Vận chuyển LPG, các sản phẩm hóa chất                   | 68%          | 614                   | 2,294                        | 126                         |
| 5 Hàng hải Trương Long                            | Vận hành tàu chở hóa chất và tàu chở hàng rời           | 100%         | 231                   | 444                          | 29                          |
| 6 Tổng công ty Vận tải và Logistics Phố Đông Việt | Vận hành tàu chở hóa chất và tàu chở hàng rời           | 52%          | 661                   | 1,552                        | 280                         |
| 7 Vận tải Dầu khí Việt Nam Hà Nội                 | Vận hành tàu chở hóa chất và tàu chở hàng rời           | 51%          | 358                   | 484                          | 70                          |
| 8 Vận tải Dầu khí Đông Dương                      | Vận hành tàu chở dầu và hóa chất                        | 52%          | 165                   | 307                          | 31                          |
| 9 Vận tải Dầu khí Quảng Ngãi                      | Dịch vụ đại lý hàng hải và kinh doanh LPG               | 51%          | 25                    | 188                          | 5                           |
| <b>II. Công ty liên kết</b>                       |                                                         |              |                       |                              |                             |
| 1 Công ty cổ phần dịch vụ sản xuất PTSC           | Cung cấp dịch vụ bảo trì                                | 49%          | 200                   | 1,247                        | 44                          |

Nguồn: PVT, HSC

## Cơ cấu doanh thu

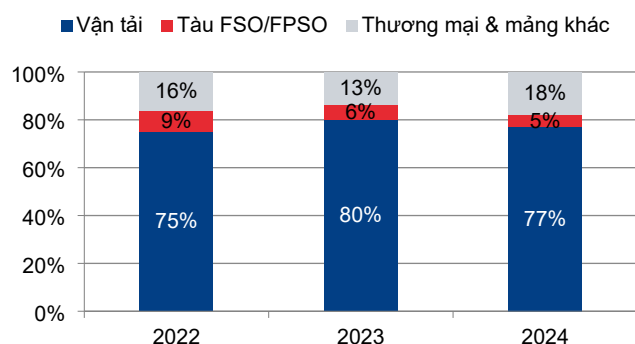
Hiện tại, doanh thu của PVT đến từ ba nguồn chính: (1) vận tải, (2) FSO (tàu nổi chứa và xuất dầu) và FPSO (tàu nổi sản xuất, chứa và xuất dầu), và (3) kinh doanh thương mại và các dịch vụ hàng hải/logistics khác. Thông tin chi tiết về các mảng kinh doanh được trình bày dưới đây:

- Vận tải: đây là mảng kinh doanh cốt lõi của PVT, đóng góp khoảng 70-80% tổng doanh thu và 75-87% tổng lợi nhuận gộp của Công ty. Hoạt động vận tải của PVT được tổ chức thành bốn phân khúc chính, bao gồm: vận tải dầu thô, vận tải dầu sản phẩm/hóa chất, vận tải LPG (khí dầu mỏ hóa lỏng) và vận tải hàng rời.
- Tại thời điểm cuối năm 2025, PVT vận hành đội tàu gồm 65 tàu phục vụ cho bốn phân khúc vận tải nêu trên.

- Kho nổi: PVT khai thác một tàu để cung cấp các dịch vụ này tại mỏ Đại Hùng. Mảng dịch vụ này đóng góp khoảng 5-10% tổng doanh thu và 10-15% tổng lợi nhuận gộp của PVT trong ba năm gần đây.
- Kinh doanh thương mại và các dịch vụ hàng hải/logistics khác: PVT tham gia hoạt động kinh doanh các sản phẩm dầu khí. Ngoài ra, Công ty còn cung cấp các dịch vụ vận hành và bảo dưỡng (O&M) cho các công trình dầu khí ngoài khơi, dịch vụ đại lý hàng hải, cung ứng thuyền viên, quản lý khai thác tàu, quản lý kỹ thuật tàu, cùng các dịch vụ hàng hải và logistics khác. Mảng này đóng góp khoảng 15% tổng doanh thu nhưng chỉ chiếm khoảng 3% tổng lợi nhuận gộp của PVT do tỷ suất lợi nhuận mỏng.

**Biểu đồ 5: Cơ cấu doanh thu, PVT**

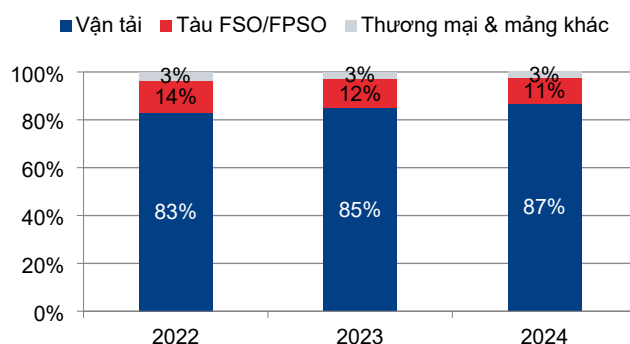
Mảng vận tải đóng góp khoảng 75%-80% vào tổng doanh thu...



Nguồn: PVT

**Biểu đồ 6: Cơ cấu lợi nhuận gộp, PVT**

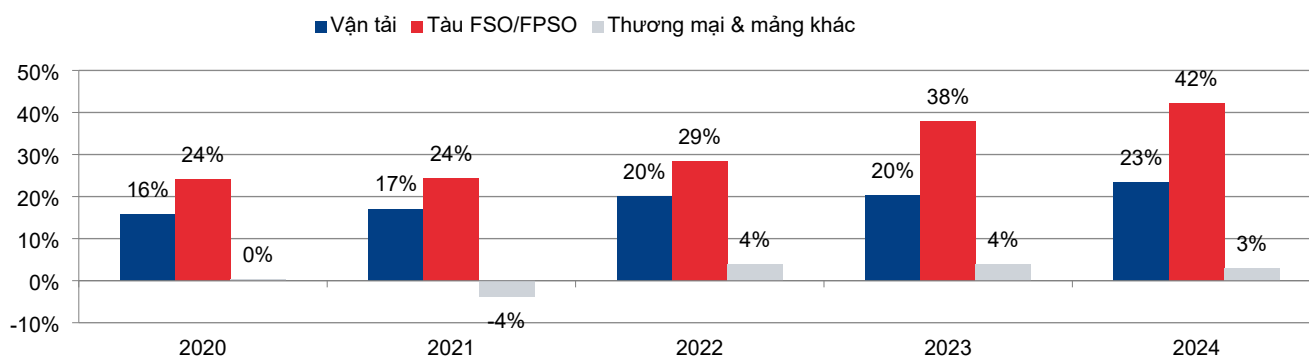
... và 83%-87% tổng lợi nhuận gộp của PVT



Nguồn: PVT

**Biểu đồ 7: Tỷ suất lợi nhuận gộp của các mảng kinh doanh, PVT**

Tỷ suất lợi nhuận của mảng kho nổi và vận tải biển cao trong khi mảng thương mại & mảng khác ở mức thấp hơn



Nguồn: PVT

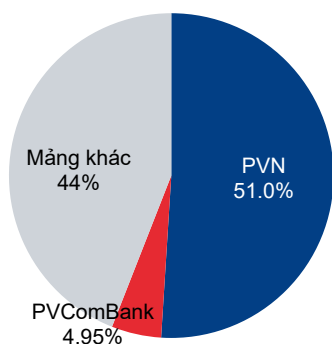
## Cơ cấu cổ đông

PVN là cổ đông lớn nhất và hiện nắm giữ 51% cổ phần của PVT. Nhờ sự hỗ trợ mạnh mẽ từ PVN và các đơn vị thành viên, PVT đã nhanh chóng trở thành doanh nghiệp vận tải dầu khí và hóa dầu lớn nhất tại Việt Nam.

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa tại PVT là 49%. Hiện tại, nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ khoảng 10% cổ phần của PVT trong khi 90% còn lại thuộc sở hữu của các nhà đầu tư trong nước (bao gồm PVN).

**Biểu đồ 8: Cổ đông lớn, PVT**

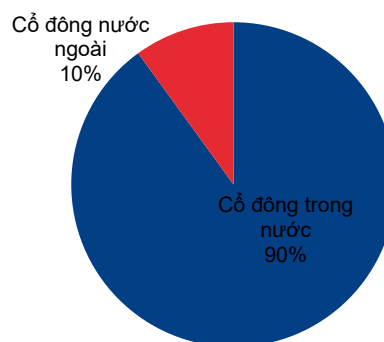
Petrovietnam nắm giữ 51% cổ phần tại PVT



Nguồn: Fiinpro

**Biểu đồ 9: Cơ cấu cổ đông, PVT**

Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài/cổ đông trong nước tương ứng là 10%/90%



Nguồn: Fiinpro

## Góc nhìn cận cảnh: Doanh nghiệp dẫn đầu Việt Nam trong lĩnh vực vận tải dầu khí

Với sự hỗ trợ mạnh mẽ từ Tập đoàn PVN và các đơn vị thành viên, PVT nắm giữ 100% thị phần nội địa ở mảng vận tải dầu thô và LPG, cùng khoảng 30% thị phần vận tải dầu sản phẩm trong nước. Hoạt động vận tải nội địa của PVT mang lại tỷ suất lợi nhuận cao và ổn định, được hỗ trợ bởi các hợp đồng theo cơ chế “chi phí cộng thêm”, trong đó cước vận tải chủ yếu được điều chỉnh theo biến động chi phí nhiên liệu. Tuy nhiên, khi dư địa tăng trưởng tại thị trường nội địa ngày càng hạn chế, PVT đã đẩy nhanh việc mở rộng hoạt động vận tải quốc tế nhằm hỗ trợ tăng trưởng dài hạn. Để hỗ trợ chiến lược này, Công ty đã mở rộng đáng kể quy mô đội tàu trong những năm gần đây.

### Mở rộng đội tàu mạnh mẽ và đa dạng

Trong giai đoạn 2017-2025, công suất đội tàu của Công ty tăng trưởng mạnh với tốc độ CAGR đạt 17%. Với đội tàu hiện tại gồm 65 tàu, PVT là doanh nghiệp vận tải dầu khí lớn nhất tại Việt Nam. Nhờ được hỗ trợ bởi các hợp đồng vận tải từ các đơn vị thành viên của PVN, PVT hiện nắm giữ 100% thị phần vận tải dầu thô và LPG trong nước và 30% thị phần vận tải dầu sản phẩm nội địa. Bên cạnh hoạt động vận tải nội địa, PVT cũng cung cấp dịch vụ vận tải quốc tế đối với các sản phẩm này.

Ngoài ra, PVT còn vận hành đội tàu hóa chất và hàng rời, toàn bộ đều được khai thác trên các tuyến vận tải quốc tế. HSC trình bày các thông tin chi tiết chính về các phân khúc vận tải của PVT tại Bảng 10.

**Bảng 10: Cơ cấu mảng vận tải, PVT**

PVT nắm giữ vị thế độc quyền trong nước ở mảng vận chuyển dầu thô, LPG và dầu sản phẩm

| Hạng mục                                    | Dầu thô                            | Dầu sản phẩm / hóa chất                                                                                              | LPG                                                  | Hàng rời                             |
|---------------------------------------------|------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|--------------------------------------|
|                                             | <b>Tổng cộng: 4 tàu</b>            | <b>Tổng cộng: 27 tàu</b>                                                                                             | <b>Tổng cộng: 19 tàu</b>                             | <b>Tổng cộng: 14 tàu</b>             |
| 1 Số lượng tàu                              | Aframax: 4 tàu                     | 13,000 DWT: 7 tàu<br>20,000 DWT: 12 tàu<br>MR: 8 tàu                                                                 | 3,500 CBM: 11 tàu<br>5,000 CBM: 6 tàu<br>VLGC: 2 tàu | Handysize: 7 tàu,<br>Supramax: 7 tàu |
| 2 Đóng góp doanh thu trong lĩnh vực vận tải | 22% doanh thu<br>27% lợi nhuận gộp | 34% doanh thu<br>34% lợi nhuận gộp<br>30% thị phần vận chuyển dầu sản phẩm nội địa, chỉ vận chuyển hóa chất quốc tế. | 35% doanh thu<br>30% lợi nhuận gộp                   | 6% doanh thu<br>6% lợi nhuận gộp     |
| 3 Thị phần trong nước                       | 100% thị phần nội địa              |                                                                                                                      | 100% thị phần nội địa                                | Chỉ vận chuyển quốc tế               |
| 4 Khách hàng chính trong nước               | BSR                                | OIL                                                                                                                  | GAS, BSR                                             |                                      |

Lưu ý: Doanh thu và lợi nhuận gộp là số liệu trung bình cho giai đoạn 2021-2024.  
Nguồn: PVT, HSC

### Doanh nghiệp dẫn đầu thị trường nội địa trong lĩnh vực vận tải dầu khí

Hoạt động vận tải nội địa của PVT chủ yếu phục vụ các doanh nghiệp trong Tập đoàn PVN và đóng góp khoảng 30% doanh thu vận tải. Nhờ sự hỗ trợ từ Tập đoàn PVN, hoạt động vận tải nội địa của PVT ghi nhận tỷ suất lợi nhuận cao hơn đáng kể so với mảng vận tải quốc tế.

#### Vận tải LPG: 100% thị phần nội địa

Mặc dù hiện có chín doanh nghiệp vận tải LPG tại Việt Nam nhưng PVT hiện nắm giữ 100% thị phần vận tải LPG nội địa trong khi các doanh nghiệp còn lại chủ yếu hoạt động trong mảng vận tải LPG quốc tế. Vị thế này được củng cố nhờ lợi thế của PVT với tư cách là công ty con của PVN, qua đó giúp Công ty nhận được các hợp đồng vận tải từ các đơn vị thành viên của PVN như GAS (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 74.000đ), BSR (Giảm tỷ trọng, giá mục tiêu 15.000đ), Nhà máy xử lý khí Cà Mau (chưa niêm yết), v.v. Sản lượng vận tải LPG của PVT đạt khoảng 1,3-1,8 triệu tấn mỗi năm.

#### Vận tải dầu thô: 100% thị phần nội địa

Hiện nay, Việt Nam có hai nhà máy lọc dầu là BSR và Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn (chưa niêm yết). BSR chế biến dầu thô khai thác từ các mỏ dầu trong nước và được

bổ sung một phần nhỏ dầu thô nhập khẩu trong khi Nghi Sơn sử dụng 100% dầu thô nhập khẩu từ Kuwait làm nguyên liệu đầu vào.

Hiện tại, PVT là đơn vị duy nhất cung cấp dịch vụ vận tải dầu thô nội địa cho BSR trong khi Nghi Sơn thuê các công ty vận tải quốc tế để vận chuyển dầu thô nhập khẩu phục vụ hoạt động lọc dầu. Do đó, PVT nắm giữ 100% thị phần vận tải dầu thô nội địa tại Việt Nam, với sản lượng vận chuyển cho BSR ước tính đạt khoảng 5-5,7 triệu tấn mỗi năm.

#### Vận tải dầu sản phẩm: 30% thị phần nội địa

PVT nắm giữ khoảng 30% thị phần vận tải dầu sản phẩm nội địa với OIL (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 12.600đ) là khách hàng chủ chốt trong phân khúc này. Theo đó, PVT thực hiện vận chuyển các sản phẩm lọc dầu được sản xuất tại Nhà máy lọc dầu Dung Quất và Nghi Sơn tới hệ thống kho/cảng phân phối xăng dầu nội địa của OIL trên toàn quốc.

#### Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng vận tải nội địa cao nhờ cơ chế định giá theo chi phí cộng thêm

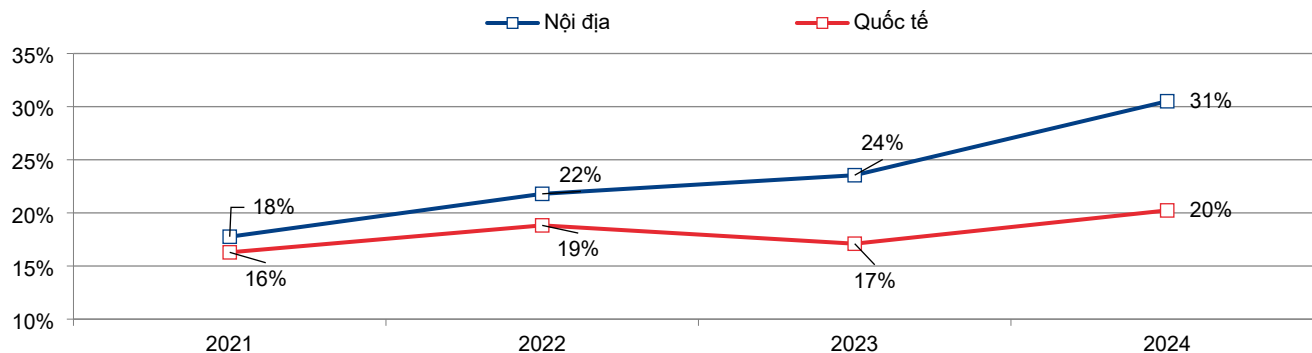
Các hợp đồng vận tải nội địa của PVT thường được ký theo năm và áp dụng giá cước theo cơ chế chi phí cộng thêm. Cụ thể, giá cước vận tải được điều chỉnh theo biến động giá nhiên liệu, qua đó duy trì tỷ suất lợi nhuận ở mức tương đối cao và ổn định, đồng thời giảm thiểu rủi ro từ biến động giá nhiên liệu – yếu tố rủi ro lớn nhất trong ngành vận tải biển khi chi phí nhiên liệu chiếm khoảng 40-50% tổng chi phí HĐKD.

Nhờ cấu trúc hợp đồng này cùng với vị thế chi phối trong mảng vận tải nội địa, hoạt động vận tải trong nước của PVT ghi nhận tỷ suất lợi nhuận cao hơn đáng kể so với mảng vận tải quốc tế (Biểu đồ 11).

Trong giai đoạn 2021-2024, mảng vận tải nội địa ghi nhận tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 18-31%, cao hơn so với mức 16-20% của mảng vận tải quốc tế. Trong năm 2024, mảng vận tải nội địa chỉ đóng góp 32% tổng doanh thu nhưng chiếm tới 48% tổng lợi nhuận gộp.

#### Biểu đồ 11: Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng vận tải, PVT

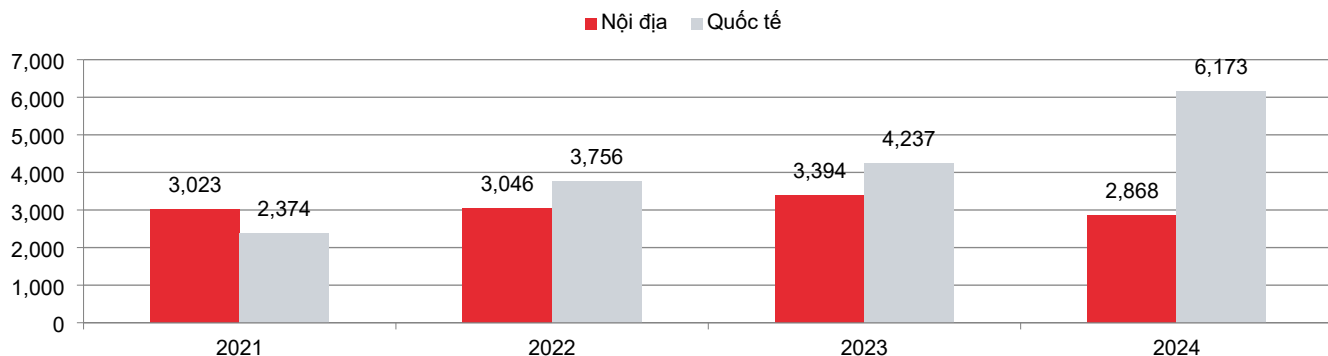
Tỷ suất lợi nhuận mảng vận tải nội địa cao hơn đáng kể so với vận tải quốc tế, nhờ vị thế độc quyền tại thị trường trong nước và cơ chế định giá “chi phí cộng thêm”



Nguồn: PVT, HSC

**Biểu đồ 12: Cơ cấu doanh thu mảng vận tải, PVT**

Doanh thu vận tải nội địa duy trì ổn định, đồng thời được củng cố bởi tăng trưởng vận tải quốc tế; tốc độ CAGR giai đoạn 2021 – 2024 đạt 38%



Nguồn: PVT

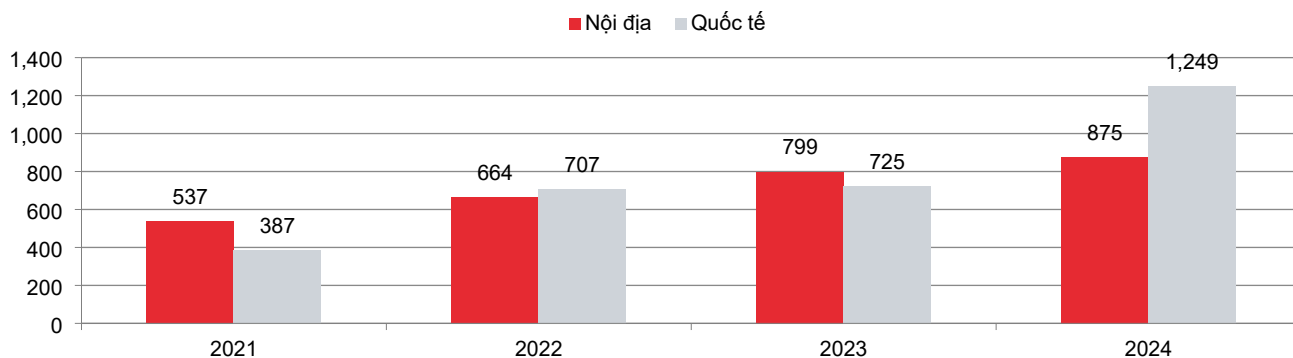
### Mở rộng thị trường quốc tế để hỗ trợ tăng trưởng khi doanh thu nội địa đã chứng lại

Mặc dù mảng vận tải nội địa có tỷ suất lợi nhuận cao hơn nhưng doanh thu nội địa của PVT trong những năm gần đây vẫn tương đối ổn định (Biểu đồ 12), phản ánh cơ sở khách hàng ổn định và tăng trưởng hạn chế của sản lượng sản phẩm dầu khí trong nước. Do đó, PVT cần mở rộng hoạt động vận tải quốc tế để duy trì tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận.

Doanh thu và lợi nhuận gộp từ mảng vận tải quốc tế ghi nhận mức tăng trưởng mạnh với tốc độ CAGR đạt lần lượt 37% và 48% trong giai đoạn 2021-2024.

**Biểu đồ 13: Cơ cấu lợi nhuận gộp mảng vận tải, PVT**

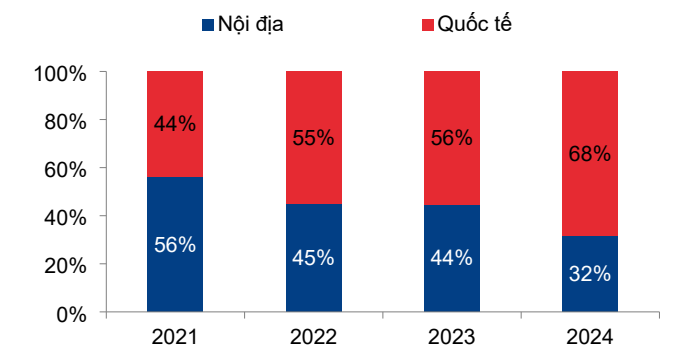
Lợi nhuận gộp từ mảng vận tải trong nước và quốc tế ghi nhận mức tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt lần lượt 18% và 48% trong giai đoạn 2021-2024



Nguồn: PVT, HSC

**Biểu đồ 14: Cơ cấu doanh thu mảng vận tải, PVT**

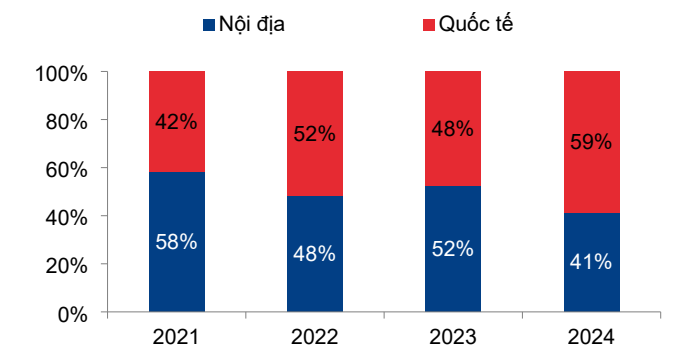
Vận tải quốc tế đóng góp 68% vào tổng doanh thu năm 2024...



Nguồn: PVT, HSC

**Biểu đồ 15: Cơ cấu lợi nhuận thuần mảng vận tải, PVT**

... và 59% lợi nhuận gộp



Nguồn: PVT, HSC

### 90% đội tàu của PVT được khai thác trên các tuyến quốc tế với phương thức vận hành linh hoạt

Hiện tại, khoảng 90% đội tàu của PVT đang hoạt động trên các tuyến vận tải quốc tế. Tuy nhiên, mảng vận tải quốc tế chỉ đóng góp khoảng 68% tổng doanh thu và 59% tổng lợi nhuận gộp trong năm 2024, phản ánh tỷ suất lợi nhuận thấp hơn so với mảng vận tải nội địa như đã đề cập ở trên.

Đối với hoạt động vận tải quốc tế, PVT áp dụng ba mô hình vận hành chính gồm: cho thuê tàu định hạn, tham gia các liên minh khai thác tàu và khai thác tàu chuyển. Cụ thể như sau:

- Cho thuê tàu định hạn là mô hình vận hành quốc tế chủ đạo của PVT với thời hạn thuê thường dao động trong khoảng 6-12 tháng. Theo mô hình này, PVT cung cấp tàu kèm đầy đủ thuyền viên cùng với dịch vụ quản lý kỹ thuật tàu. PVT hưởng lợi từ lợi thế cơ cấu chi phí so với các đối thủ quốc tế nhờ chi phí thuyền viên Việt Nam thấp hơn và năng lực quản lý kỹ thuật tàu nội bộ, qua đó giúp Công ty tiết giảm chi phí HĐKD. Nhờ đó, PVT có thể đưa ra mức giá cho thuê cạnh tranh nhằm duy trì công suất hoạt động của đội tàu ở mức cao.
- Liên minh khai thác tàu: PVT tham gia các liên minh khai thác tàu quốc tế bằng cách đưa tàu của mình vào khai thác chung với đội tàu của các chủ tàu khác dưới sự quản lý chuyên nghiệp. Doanh thu và chi phí được gộp chung và phân bổ theo các công thức đã được thỏa thuận trước. Mô hình này giúp giảm biến động lợi nhuận, nâng cao hiệu suất khai thác đội tàu và mở rộng khả năng tiếp cận các khách hàng quốc tế.
- Khai thác tàu chuyển: PVT đưa tàu vào khai thác chuyển chủ yếu trong các giai đoạn thị trường kém thuận lợi, khi điều kiện thị trường không phù hợp để ký kết các hợp đồng dài hạn với mức giá hấp dẫn. Hình thức này được xem là giải pháp mang tính tạm thời nhằm duy trì dòng tiền, trong khi chờ đợi thị trường phục hồi để quay lại ký kết các hợp đồng cho thuê dài hạn với điều kiện thương mại thuận lợi hơn.

Việc linh hoạt áp dụng các mô hình vận hành khác nhau giúp PVT tối ưu hóa lợi nhuận trong nhiều điều kiện thị trường khác nhau. Về bản chất, cho thuê tàu định hạn vẫn là mô hình vận hành được PVT ưu tiên đối với các tàu khai thác tuyến quốc tế nhờ tính ổn định của doanh thu.

Đội tàu khai thác quốc tế của PVT chủ yếu hoạt động tại khu vực Đông Nam Á, Nam Á và Trung Đông. Công ty đang từng bước mở rộng sang các thị trường có yêu cầu khắt khe hơn nhưng giá cước cao hơn như châu Âu và Bắc Mỹ nhờ việc liên tục đầu tư trẻ hóa và hiện đại hóa đội tàu, cũng như năng lực ngày càng được nâng cao trong việc đáp ứng các tiêu chuẩn an toàn và kỹ thuật quốc tế ngày càng nghiêm ngặt.

## Mở rộng nhanh chóng với đội tàu đa dạng

PVT đã nhanh chóng mở rộng đội tàu trong những năm gần đây nhằm duy trì tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận. Trong giai đoạn 2017-2025, đội tàu của PVT tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 17%, và hiện nay Công ty sở hữu 65 tàu với tổng trọng tải 2 triệu DWT.

Trong đó bao gồm 56 tàu sở hữu và chín tàu thuê theo hình thức thuê tàu trần (bareboat). Thuê tàu trần là hình thức thuê tàu theo đó PVT chỉ tiếp nhận tàu và chịu toàn bộ chi phí vận hành, bao gồm chi phí thuyền viên, nhiên liệu, bảo hiểm và bảo dưỡng. Cấu trúc này cho phép PVT mở rộng đội tàu nhanh chóng mà không cần đầu tư vốn ban đầu quá lớn. HSC trình bày các thông tin chính về đội tàu của PVT như dưới đây.

### Đội tàu LPG

Trong giai đoạn 2021-2024, phân khúc vận tải LPG đóng góp bình quân 35% doanh thu vận tải và 30% lợi nhuận gộp của mảng này.

Hoạt động vận tải LPG của PVT được thực hiện thông qua hai công ty con là CTCP Vận tải Sản Phẩm Khí Quốc tế (GSP, chưa khuyến nghị, PVT sở hữu 68% cổ phần) và CTCP Vận tải Nhật Việt (chưa niêm yết, PVT sở hữu 51% cổ phần), với tổng đội tàu LPG gồm 19 tàu (bao gồm 16 tàu sở hữu và ba tàu thuê theo hình thức tàu trần).

### Đội tàu dầu sản phẩm/hóa chất

Trong giai đoạn 2021-2024, phân khúc vận tải dầu sản phẩm/hóa chất đóng góp bình quân 34% doanh thu vận tải và 34% lợi nhuận gộp của mảng này.

Đội tàu dầu sản phẩm/hóa chất là phân khúc được PVT tập trung đầu tư mạnh nhất trong 5 năm qua. Từ quy mô chỉ 14 tàu tại thời điểm cuối năm 2021, đội tàu của PVT đã mở rộng lên 27 tàu vào cuối năm 2025 (bao gồm 24 tàu sở hữu và ba tàu thuê theo hình thức tàu trần). Điều này phản ánh quan điểm của PVT là nhu cầu dài hạn đối với các sản phẩm nhiên liệu truyền thống có thể suy giảm trong bối cảnh chuyển dịch năng lượng sang các nguồn năng lượng xanh hơn, trong khi nhu cầu đối với dầu sản phẩm/hóa chất nhiều khả năng sẽ duy trì tính ổn định và khả năng chống chịu tốt hơn, với mức độ biến động giá cước thấp hơn. Theo đó, trong những năm gần đây, Công ty đã tập trung mở rộng đội tàu chở dầu sản phẩm và hóa chất.

Hiện tại, PVT triển khai đội tàu hóa chất hoàn toàn trên thị trường quốc tế, trong khi tàu dầu sản phẩm được triển khai trên cả tuyến quốc tế và nội địa, với thị trường nội địa chiếm khoảng 30% thị phần, như đã đề cập ở trên.

### Đội tàu dầu thô

Trong giai đoạn 2021-2024, phân khúc vận tải dầu thô đóng góp bình quân 22% doanh thu vận tải và 27% lợi nhuận gộp của mảng này.

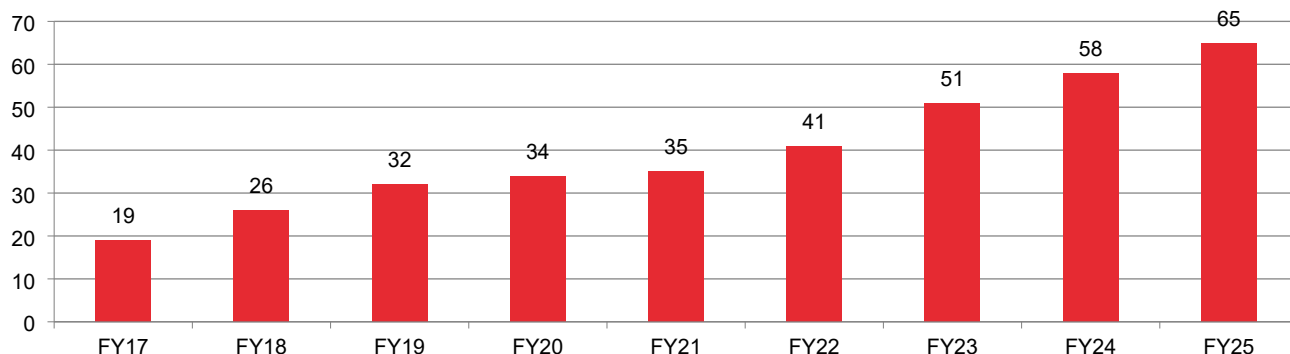
Đội tàu dầu thô của PVT gồm bốn tàu Aframax do Công ty sở hữu. Trong số này, một tàu được mua mới vào tháng 11/2025 và hiện đang được cho thuê khai thác tại thị trường châu Âu. Trong ba tàu đã sở hữu trước đó, hai tàu đang thực hiện vận chuyển dầu thô cho BSR trong khi tàu còn lại được khai thác trên các tuyến quốc tế. Đội tàu dầu thô của PVT được đầu tư và khai thác thông qua CTCP Vận tải Dầu khí Thái Bình Dương (chưa niêm yết, PVT sở hữu 65% cổ phần).

### Đội tàu hàng rời

Trong giai đoạn 2021-2024, phân khúc vận tải hàng rời đóng góp bình quân 6% doanh thu vận tải và 6% lợi nhuận gộp của mảng này. Đội tàu hàng rời của Công ty hiện gồm 14 tàu, bao gồm 11 tàu sở hữu và ba tàu thuê theo hình thức tàu trần. Hiện tại, toàn bộ đội tàu hàng rời của PVT được khai thác trên thị trường quốc tế.

**Biểu đồ 16: Số lượng tàu (thời điểm cuối năm), PVT**

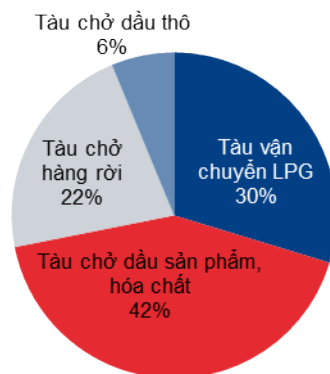
Tốc độ mở rộng đội tàu của PVT tăng trưởng nhanh chóng với CAGR đạt 17% trong giai đoạn 2017-2025



Nguồn: PVT

**Biểu đồ 17: Cơ cấu đội tàu năm 2025F, PVT**

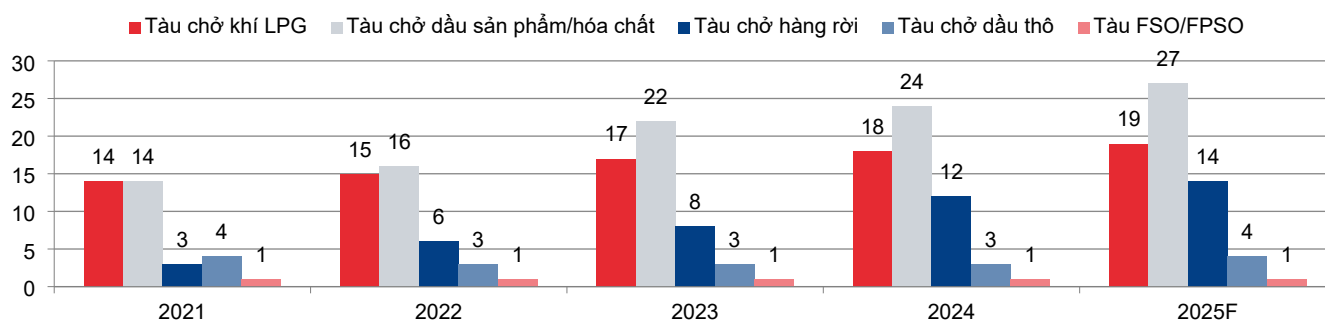
Tàu chở dầu (dầu thô, LPG, dầu sản phẩm, hóa chất) đóng góp 78% tổng số tàu tính đến cuối năm 2025



Nguồn: PVT

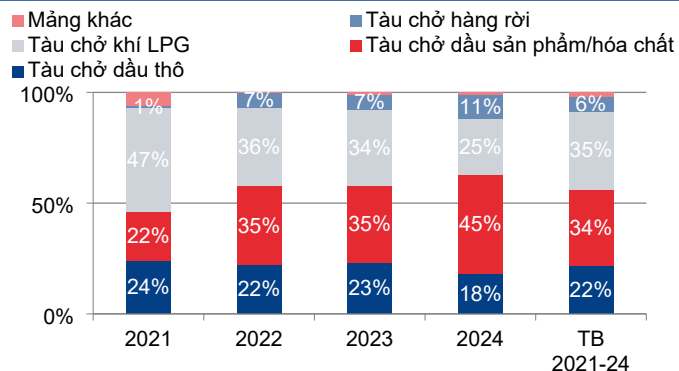
**Biểu đồ 18: Số lượng các loại tàu tại thời điểm cuối năm, PVT**

PVT sở hữu đội tàu đa dạng

Ghi chú: Dự báo năm 2025 dựa trên kế hoạch đội tàu của PVT.  
Nguồn: PVT, HSC

**Biểu đồ 19: Cơ cấu doanh thu mảng vận tải, PVT**

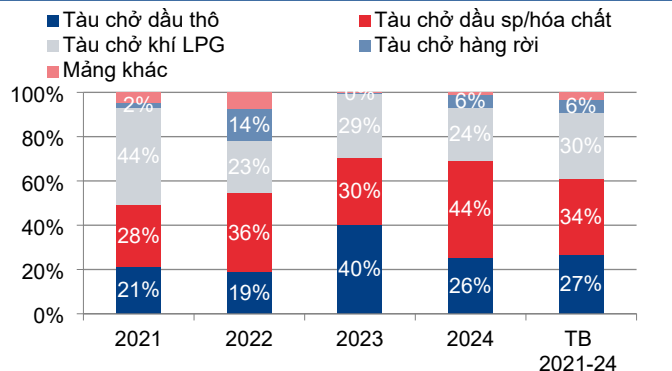
Doanh thu từ vận tải dầu khí đóng góp 94% vào tổng doanh thu mảng vận tải năm 2024...



Nguồn: PVT

**Biểu đồ 20: Cơ cấu lợi nhuận thuần mảng vận tải, PVT**

... và 94% tổng lợi nhuận gộp



Nguồn: PVT

## Tình hình tài chính: Tăng trưởng ổn định + nền tảng tài chính an toàn

Mặc dù ngành vận tải biển mang tính chu kỳ cao nhưng PVT vẫn ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận ổn định trong giai đoạn 2020-2024 nhờ chiến lược mở rộng đội tàu được triển khai hiệu quả, công tác quản lý chi phí chặt chẽ, liên tục nâng cao tiêu chuẩn vận hành cùng với sử dụng các dịch vụ quản lý kỹ thuật và thuyền viên nội bộ. Bên cạnh đó, PVT duy trì bằng ĐDKT lành mạnh với tỷ lệ nợ thấp và dòng tiền mạnh, tạo ra bộ đệm tài chính vững chắc và củng cố tính bền vững của tăng trưởng lợi nhuận qua các chu kỳ.

### Tăng trưởng ổn định bất chấp biến động mang tính chu kỳ của ngành

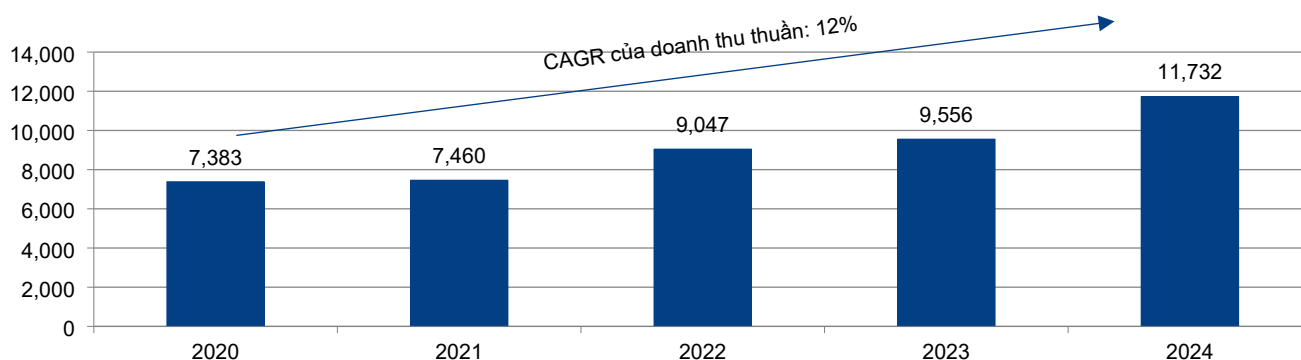
Ngành vận tải biển mang tính chu kỳ với giá cước chịu tác động từ nhiều yếu tố như cân cân cung-cầu đội tàu, dòng chảy thương mại toàn cầu và các diễn biến địa chính trị. Do đó, doanh thu và lợi nhuận của PVT khó tránh khỏi biến động qua các năm, theo chu kỳ thay đổi của giá cước vận tải.

Tuy nhiên, xét trên giai đoạn dài hơn, trong 5 năm từ 2020 đến 2024, PVT vẫn ghi nhận tăng trưởng tương đối ổn định và vững chắc, với doanh thu và lợi nhuận lần lượt tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt khoảng 12% và 13%, trong khi EBITDA tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 21% trong cùng giai đoạn. ROAE và ROAA duy trì ổn định quanh mức lần lượt 11,0% và 6,0%. Kết quả này được hỗ trợ bởi các yếu tố then chốt sau:

- Cơ cấu đội tàu được đa dạng hóa cao trên nhiều chủng loại và phân khúc tàu như đã đề cập ở trên, qua đó giúp bù đắp biến động tại từng phân khúc riêng lẻ.
- Thị phần chi phối tại thị trường nội địa, với sự hậu thuẫn từ PVN và các đơn vị thành viên trong Tập đoàn, cùng với cơ chế định giá theo chi phí cộng thêm trong mảng vận tải nội địa, đã giúp đảm bảo lợi nhuận nội địa ổn định.
- Liên tục nâng cao tiêu chuẩn vận hành, chủ động trẻ hóa đội tàu nhằm thâm nhập các phân khúc thị trường có giá cước cao hơn, qua đó cải thiện tỷ suất lợi nhuận.
- Việc sở hữu năng lực quản lý kỹ thuật tàu và đội ngũ thuyền viên nội bộ giúp tiết giảm chi phí, cho phép PVT đưa ra mức giá cho thuê cạnh tranh, từ đó tối đa hóa công suất hoạt động của đội tàu.
- Liên tục mở rộng đội tàu nhằm hỗ trợ tăng trưởng doanh thu và bù đắp tác động từ việc giá cho thuê tàu suy giảm (nếu có) trong các điều kiện thị trường kém thuận lợi.
- Chủ động ghi nhận chi phí khấu hao và chi phí bảo dưỡng/sửa chữa nhằm ổn định lợi nhuận (được thảo luận chi tiết dưới đây).

#### Biểu đồ 21: Doanh thu thuần giai đoạn 2020-2024 (tỷ đồng), PVT

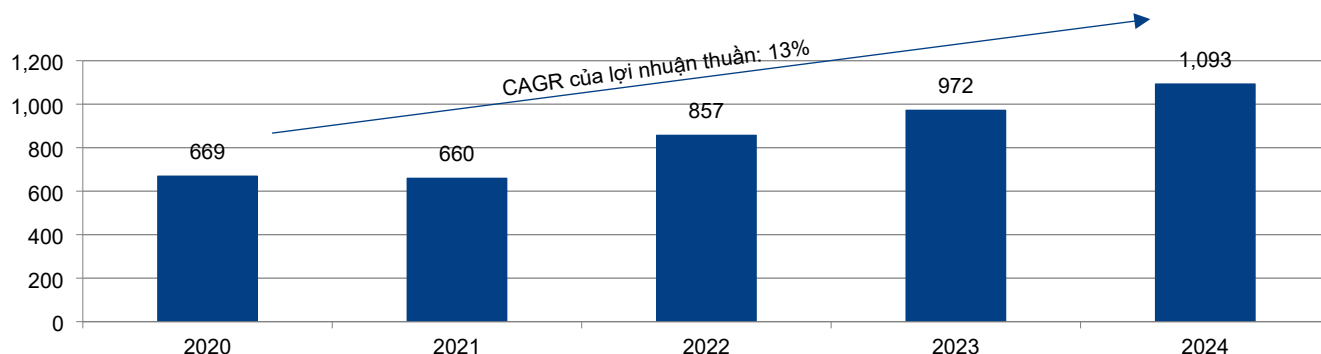
Doanh thu thuần giai đoạn 2020-2024 tăng trưởng với tốc độ CAGR là 12%...



Nguồn: PVT, HSC

**Biểu đồ 22: Lợi nhuận thuần giai đoạn 2020-2024 (tỷ đồng), PVT**

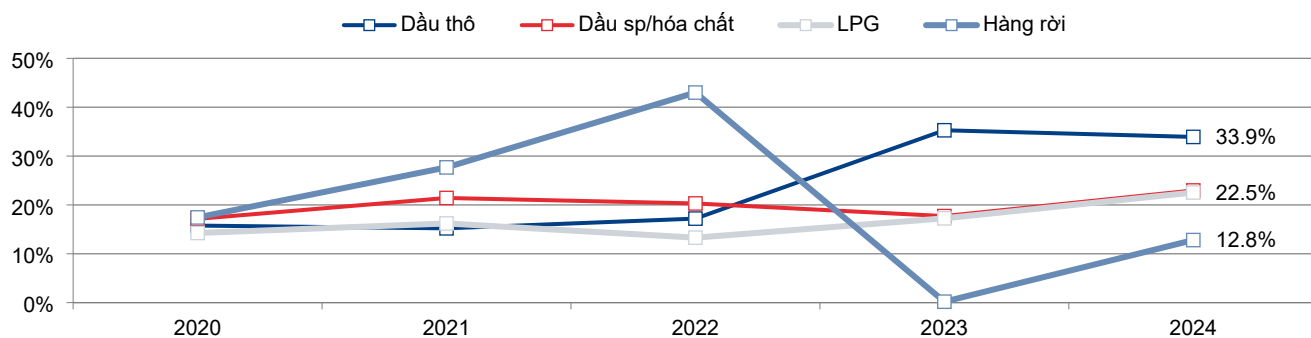
... trong khi lợi nhuận thuần giai đoạn 2020-2024 tăng trưởng với tốc độ CAGR là 13%



Nguồn: PVT, HSC

**Biểu đồ 23: Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng vận tải, PVT**

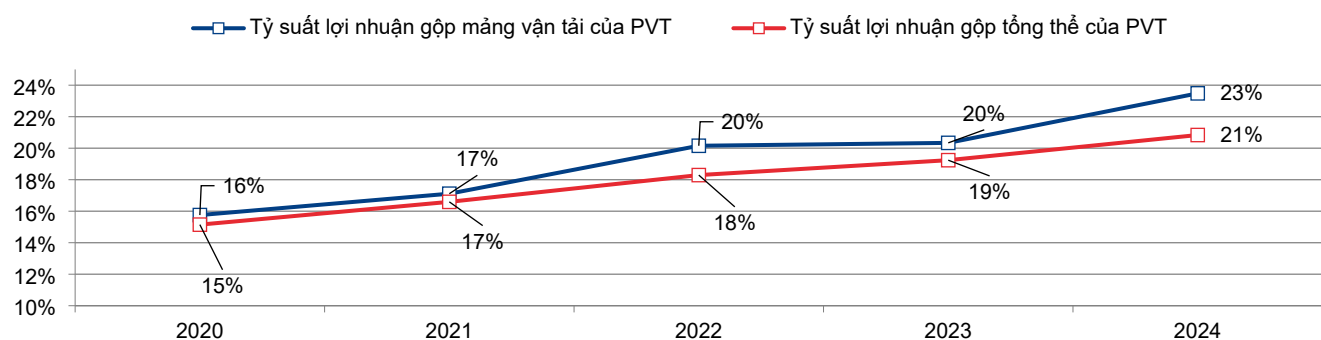
Tỷ suất lợi nhuận gộp của mỗi mảng lại biến động theo chu kỳ của ngành ...



Nguồn: PVT, HSC

**Biểu đồ 24: Tỷ suất lợi nhuận gộp vận tải và tổng thể, PVT**

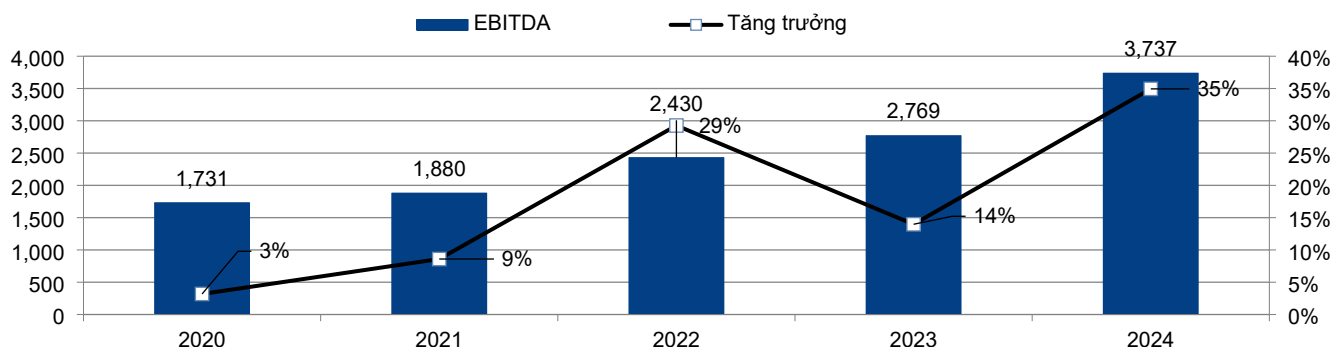
... tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận gộp tổng thể và mảng vận tải nói riêng duy trì tích cực qua các năm



Nguồn: PVT, HSC

**Biểu đồ 25: (tỷ đồng), PVT**

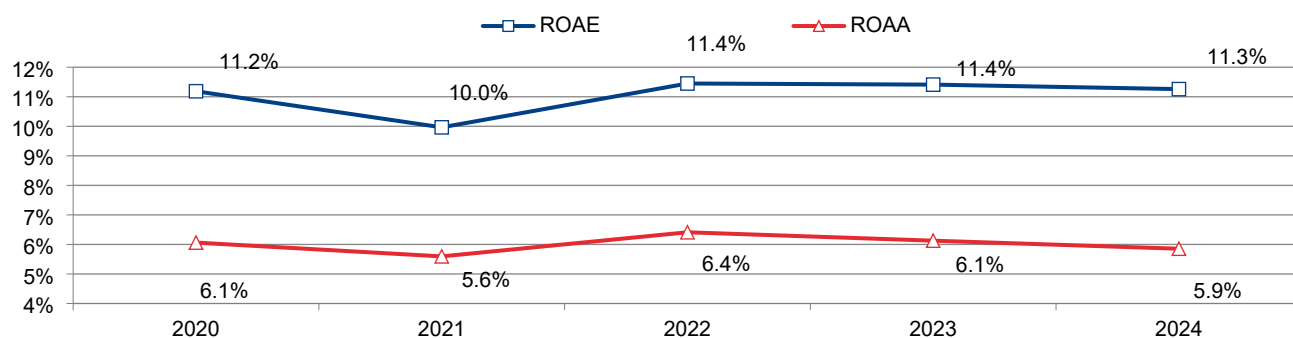
EBITDA giai đoạn 2020-2024 tăng trưởng mạnh với CAGR đạt 21%



Nguồn: PVT, HSC

**Biểu đồ 26: ROAE & ROAA giai đoạn 2020-2024, PVT**

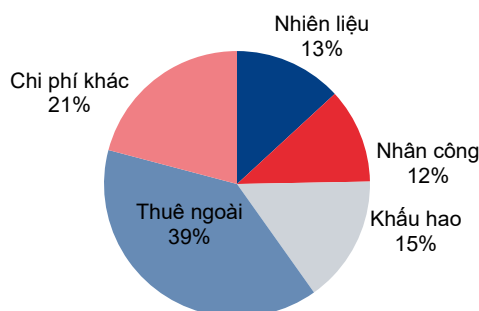
ROAE &amp; ROAA giai đoạn 2020-2024 duy trì ổn định bất chấp biến động theo chu kỳ của ngành



Nguồn: PVT, HSC

**Biểu đồ 27: Cơ cấu chi phí hoạt động năm 2024, PVT**

Chi phí khấu hao và chi phí bảo dưỡng lần lượt chiếm khoảng 15% và 5 - 7% tổng chi phí hoạt động của PVT



Nguồn: PVT, HSC

### Chính sách khấu hao và bảo dưỡng linh hoạt hỗ trợ ổn định lợi nhuận

Trong cơ cấu chi phí của PVT, chi phí khấu hao, nhiên liệu và nhân công chiếm lần lượt khoảng 15%, 13% và 12%. Bên cạnh đó, chi phí thuê ngoài và các chi phí khác chiếm lần lượt khoảng 39% và 21%. Chi phí thuê ngoài chủ yếu bao gồm chi phí bảo dưỡng và sửa chữa, phí cảng, cũng như giá vốn hàng bán liên quan đến hoạt động thương mại.

Theo quan sát của chúng tôi, với vai trò là một doanh nghiệp nhà nước, phong cách quản trị của PVT tương đối thận trọng và đặt trọng tâm lớn vào việc duy trì sự ổn định của lợi nhuận. Theo đó, trong những giai đoạn được dự báo thị trường sẽ biến động mạnh, PVT có xu hướng ghi nhận trước các khoản chi phí bảo dưỡng tàu phát sinh vào năm hiện tại nhằm giảm thiểu rủi ro lợi nhuận sụt giảm mạnh trong các năm tiếp theo. Bên cạnh đó, sự linh hoạt trong việc xác định thời gian khấu hao tàu cũng góp phần hỗ trợ lợi nhuận tăng trưởng ổn định và đều hơn theo thời gian. Cụ thể:

- Chi phí khấu hao và chi phí sửa chữa/bảo dưỡng lần lượt chiếm khoảng 15% và 5-7% tổng chi phí HĐKD của PVT.
- Theo quy định tại Việt Nam, doanh nghiệp được linh hoạt lựa chọn thời gian khấu hao đối với phương tiện vận tải trong khoảng từ 5 đến 20 năm. Trên cơ sở đó, PVT không áp dụng một thời gian khấu hao đồng nhất cho toàn bộ đội tàu mà lựa chọn thời gian khấu hao phù hợp với điều kiện thị trường tại thời điểm đầu tư từng tàu.
- Cụ thể, đối với các tàu được đầu tư trong giai đoạn thị trường thuận lợi khi giá cước ở mức cao, PVT áp dụng thời gian khấu hao ngắn hơn (7-9 năm). Việc này dẫn đến chi phí khấu hao cao hơn, phù hợp với khả năng tạo dòng tiền và mức sinh lời cao hơn trong các giai đoạn giá cước tăng mạnh. Ngược lại, các tàu được mua trong giai đoạn thị trường kém thuận lợi, khi giá cho thuê tàu ở mức thấp, sẽ được khấu hao trong thời gian dài hơn (10-20 năm) nhằm kiểm soát chi phí khấu hao và tránh gây áp lực lên hiệu quả HĐKD.
- Bên cạnh đó, PVT áp dụng cơ chế điều chỉnh linh hoạt đối với chi phí bảo dưỡng tài sản cố định. Trong những năm giá cước vận tải ở mức thuận lợi hoặc khi dự báo điều kiện thị trường sẽ kém tích cực trong các năm tới, PVT sẽ chủ động ghi nhận trước chi phí sửa chữa và bảo dưỡng tài sản cố định của các năm sau vào năm hiện tại. Cách thức này giúp giảm áp lực lợi nhuận trong các giai đoạn tiếp theo, đặc biệt khi giá cước có xu hướng giảm, qua đó hỗ trợ duy trì lợi nhuận ổn định hơn trong suốt chu kỳ.

## Tài sản và vốn CSH tăng trưởng mạnh mẽ

Nhờ việc mở rộng đội tàu mạnh mẽ và tăng trưởng lợi nhuận cao, PVT ghi nhận tổng tài sản và vốn CSH tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2019-2024 đạt lần lượt 16% và 13%. Đáng chú ý, tăng trưởng vốn CSH hoàn toàn đến từ lợi nhuận giữ lại ở mức cao, trong khi vốn điều lệ của PVT chỉ tăng trưởng với CAGR 2% trong giai đoạn này, toàn bộ thông qua việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu và không phát hành thêm cổ phần mới để huy động vốn.

## Dòng tiền mạnh với tỷ lệ nợ thấp

PVT duy trì dòng tiền từ HĐKD mạnh và thậm chí ở trạng thái tiền mặt thuần trong một số năm (2020, 2022) nhờ tăng trưởng lợi nhuận vững chắc và chính sách cổ tức tiền mặt thận trọng, qua đó giúp Công ty giữ lại nguồn tiền để tài trợ cho việc mở rộng đội tàu. Tại thời điểm cuối năm 2024, tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH và nợ thuần/tổng tài sản lần lượt ở mức 0,23 lần và 0,12 lần – vẫn duy trì ở mức rất thận trọng và an toàn.

Đội tàu sở hữu của PVT được tài trợ hoàn toàn từ vốn tự có và vốn vay ngân hàng, trong đó các khoản vay ngân hàng có thể chiếm tới 70% giá trị đầu tư mỗi con tàu.

### Bảng 28: Cổ tức, PVT

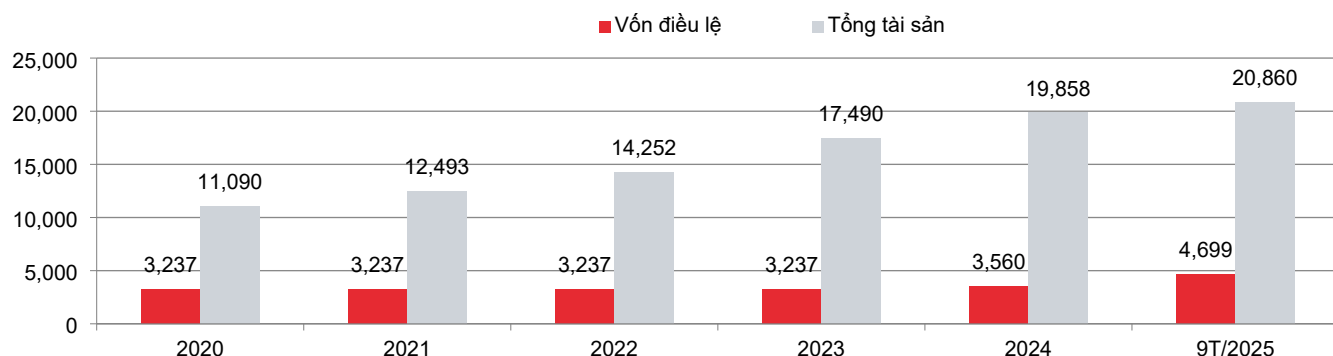
PVT đã thanh toán cổ tức bằng cổ phiếu năm 2024 và 2025 và không phát hành thêm cổ phiếu để tăng vốn điều lệ trong vòng 5 năm trở lại đây

|                           | 2020  | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---------------------------|-------|------|------|------|------|------|
| Cổ tức cổ phiếu           | 0     | 0    | 0    | 0    | 10%  | 32%  |
| Cổ tức tiền mặt (đồng/cp) | 1,000 | 0    | 300  | 300  | 0    | 0    |
| Lợi suất cổ tức           | 3.7%  | 0    | 1.1% | 1.1% | 0    | 0    |

Nguồn: PVT, HSC

**Biểu đồ 29: Tổng tài sản và vốn điều lệ, PVT**

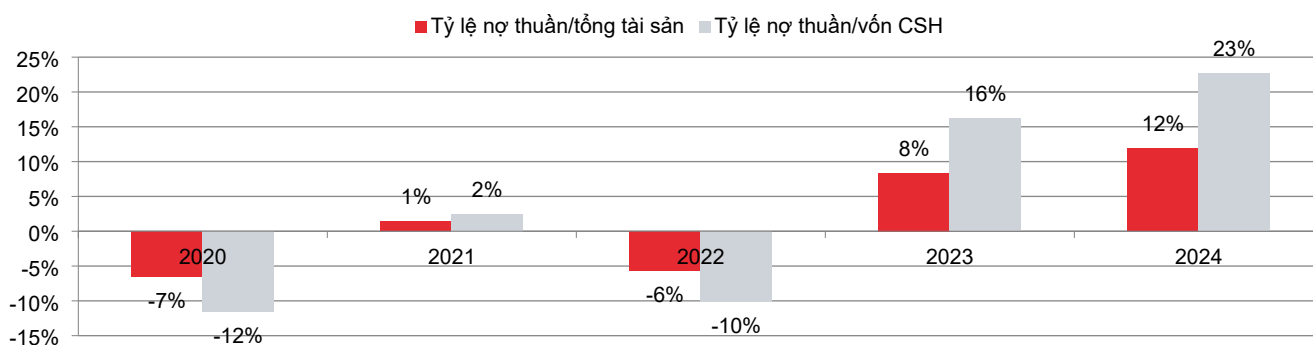
Tổng tài sản tăng chủ yếu nhờ đội tàu mở rộng và lợi nhuận giữ lại ở mức cao



Nguồn: PVT, HSC

**Biểu đồ 30: Tỷ lệ nợ, PVT**

PVT có tỷ lệ nợ ở mức thấp



Nguồn: PVT, HSC

**An toàn hơn nhưng khả năng sinh lời thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành**

Trong nhóm các doanh nghiệp vận tải biển niêm yết, HAH là doanh nghiệp so sánh phù hợp nhất với PVT vì cả hai đều là những đơn vị dẫn đầu rõ rệt trong các phân khúc hoạt động của mình. Trong khi HAH dẫn đầu mảng vận tải container thì PVT duy trì vị thế chi phối trong lĩnh vực vận tải dầu khí và hóa dầu. Đáng chú ý, PVT mang lại mức độ ổn định lợi nhuận cao hơn và cơ cấu tài chính bền vững nhờ cơ cấu đội tàu đa dạng. Mặc dù HAH hiện ghi nhận tỷ suất lợi nhuận cao hơn và tốc độ tăng trưởng nhanh, PVT lại mang đến cho nhà đầu tư mức độ ổn định vượt trội cùng đòn bẩy tài chính thấp.

**Lợi nhuận ổn định hơn và tỷ lệ nợ thấp hơn...**

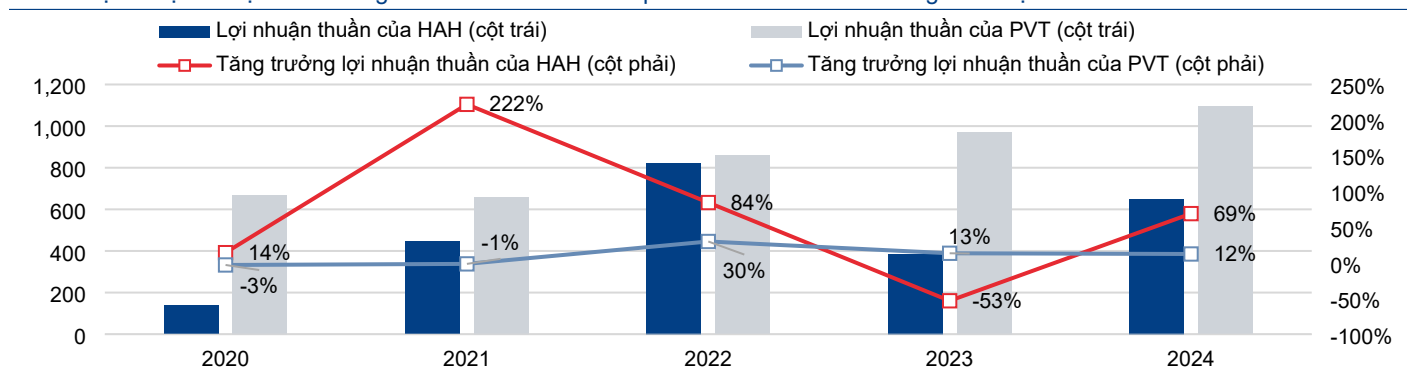
- Lợi nhuận ổn định hơn so với HAH: Như đã đề cập ở trên, cách PVT ghi nhận chi phí khấu hao và chi phí bảo dưỡng/sửa chữa giúp giảm thiểu biến động lợi nhuận qua các chu kỳ. Ngược lại, HAH áp dụng thời gian khấu hao đồng nhất 10 năm cho toàn bộ các tàu mới đầu tư. Do đó, lợi nhuận của HAH có xu hướng biến động mạnh hơn so với PVT (Biểu đồ 31). Trong giai đoạn 2020-2024, HAH ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận rất mạnh, dao động trong khoảng 80-220% trong các năm 2021-2022 nhờ giá cước cao, nhưng đồng thời cũng ghi nhận lợi nhuận giảm mạnh 53% so với cùng kỳ trong năm 2023 khi giá cước suy yếu.
- Ngược lại, nhờ kết hợp linh hoạt giữa chính sách khấu hao và trích lập chi phí bảo dưỡng/sửa chữa như đã đề cập ở trên, lợi nhuận của PVT duy trì mức độ ổn định cao hơn đáng kể. Trong cùng giai đoạn 2020-2024, lợi nhuận của PVT chỉ giảm 3% trong năm 2021 khi điều kiện thị trường kém thuận lợi, trước khi phục hồi đều đặn với mức tăng trưởng 12-30% trong các năm 2022-2024, qua đó cho

thấy phong cách quản trị thận trọng và định hướng tập trung vào tính bền vững lợi nhuận trong dài hạn của Công ty.

- Đội tàu đa dạng hơn so với HAH: PVT vận hành đội tàu đa dạng trên nhiều phân khúc vận tải, bao gồm dầu thô, dầu sản phẩm, LPG, hàng rời và hóa chất, trong khi HAH chỉ khai thác đội tàu container. Việc đa dạng hóa đội tàu giúp PVT giảm biến động lợi nhuận nhờ hạn chế mức độ phụ thuộc vào chu kỳ riêng lẻ của từng phân khúc, trái lại HAH có mức độ tập trung cao hơn vào một chu kỳ thị trường duy nhất.
- Tỷ lệ nợ thấp hơn so với HAH: Tại thời điểm cuối năm 2024, tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH và nợ thuần/tổng tài sản của PVT lần lượt ở mức 0,23 lần và 0,12 lần, thấp hơn so với mức tương ứng 0,34 lần và 0,18 lần của HAH (Biểu đồ 32 & 33). Bên cạnh đó, trong giai đoạn 2020-2024, PVT duy trì trạng thái tiền mặt thuần trong một số năm, trong khi tỷ lệ nợ của HAH có xu hướng gia tăng liên tục trong 5 năm qua.

**Biểu đồ 31: Lợi nhuận thuần (tỷ đồng), PVT và HAH**

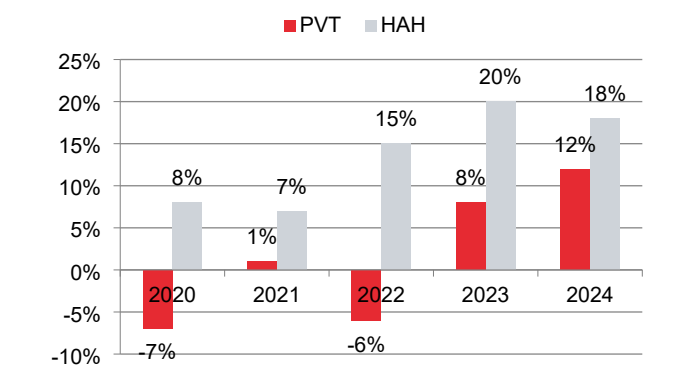
PVT có lợi nhuận ổn định hơn đáng kể so với HAH nhờ chi phí khấu hao và bảo dưỡng linh hoạt



Nguồn: HSC

**Biểu đồ 32: Tỷ lệ nợ thuần/tổng tài sản, PVT và HAH**

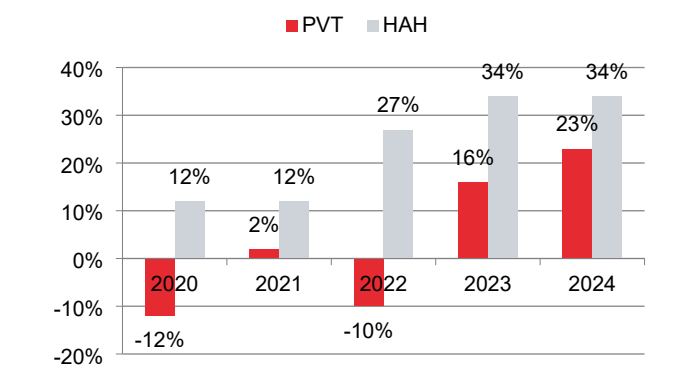
PVT có tỷ lệ nợ thuần/tổng tài sản thấp hơn HAH...



Nguồn: HSC

**Biểu đồ 33: Tỷ lệ nợ thuần/tổng vốn CSH, PVT và HAH**

... và tỷ lệ nợ thuần/tổng vốn CSH cũng thấp hơn



Nguồn: HSC

### ... nhưng tỷ suất lợi nhuận và ROAA, ROAE thấp hơn so với HAH

Trong giai đoạn 2020-2024, PVT ghi nhận tỷ suất lợi nhuận gộp bình quân đạt 18%, thấp hơn đáng kể so với mức 31% của HAH. Chênh lệch về tỷ suất lợi nhuận này dẫn tới các hệ số sinh lời của PVT thấp hơn, với ROAA và ROAE bình quân đạt lần lượt 6% và 11%, so với mức tương ứng 12% và 30% của HAH.

Mặc dù nhận được sự hỗ trợ từ các doanh nghiệp khác trong Tập đoàn PVN nhưng quy mô hạn chế của thị trường vận tải nội địa cùng với tốc độ tăng trưởng chậm lại trong những năm gần đây đã khiến dư địa mở rộng hoạt động trong nước của PVT bị thu hẹp. Do đó, PVT ngày càng đẩy mạnh việc khai thác đội tàu trên các tuyến vận tải quốc tế, với khoảng 90% số tàu hiện đang hoạt động ở thị trường nước ngoài. Tuy nhiên, hoạt động vận tải quốc tế thường mang lại tỷ suất lợi nhuận thấp hơn so với

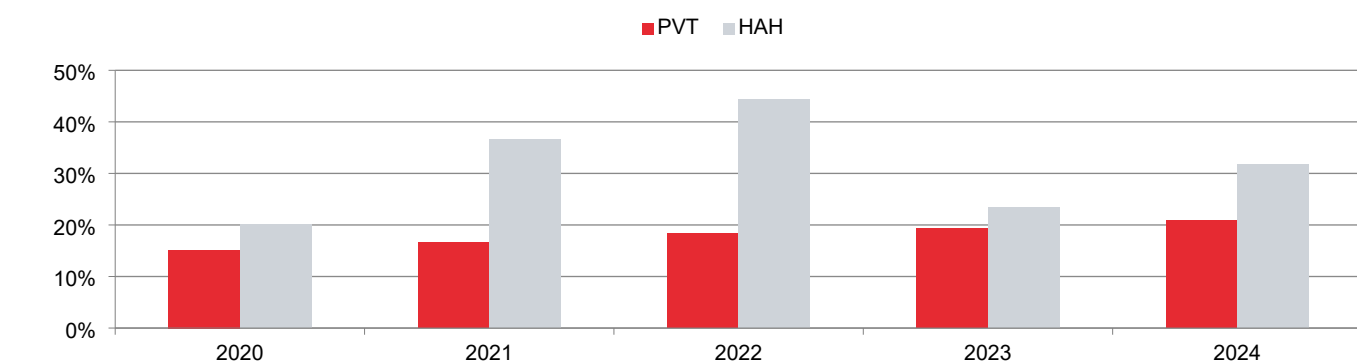
các tuyến nội địa. Cụ thể, mặc dù phân khúc vận tải quốc tế đóng góp 68% doanh thu vận tải của PVT trong năm 2024 nhưng chỉ chiếm khoảng 59% lợi nhuận gộp mảng vận tải do tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn (20% so với 31% của phân khúc vận tải nội địa).

Ngược lại, HAH duy trì mức độ hiện diện cao hơn tại thị trường nội địa với chỉ khoảng 70% đội tàu được khai thác trên các tuyến quốc tế. Bên cạnh đó, ngoài hoạt động vận tải biển, HAH còn sở hữu một cảng biển tại Hải Phòng, mảng cảng biển này ghi nhận tỷ suất lợi nhuận gộp rất cao (40-50%), vượt trội so với mảng vận tải. Trong khi đó, PVT còn có mảng kinh doanh thương mại (đóng góp 18% tổng doanh thu năm 2024 nhưng chỉ chiếm 3% tổng lợi nhuận gộp năm 2024) với tỷ suất lợi nhuận gộp rất mỏng (khoảng 1,0-4,0%), trong khi HAH không tham gia mảng này. Cơ cấu doanh thu thuận lợi hơn này là yếu tố hỗ trợ giúp HAH duy trì mức tỷ suất lợi nhuận cao hơn so với PVT.

Xét theo ROAA và ROAE, việc mở rộng đội tàu của PVT trong thời gian gần đây chủ yếu đến từ tăng trưởng tại thị trường quốc tế – nơi có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn – qua đó khiến các hệ số sinh lời của PVT thấp hơn so với HAH.

**Biểu đồ 34: Tỷ suất lợi nhuận gộp, PVT và HAH**

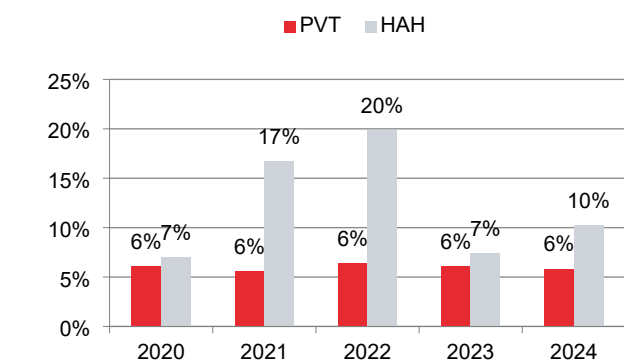
PVT có tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn HAH



Nguồn: HSC

**Biểu đồ 35: ROAA, PVT và HAH**

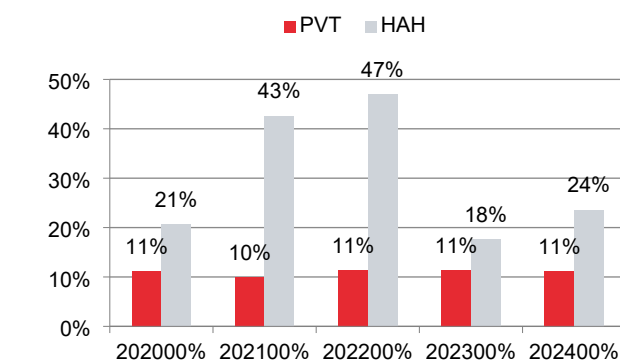
PVT có ROAA thấp hơn HAH...



Nguồn: HSC

**Biểu đồ 36: ROAE, PVT và HAH**

... và ROAE cũng thấp hơn HAH



Nguồn: HSC

## Tổng quan về ngành

Mặc dù năm 2024 là một năm thuận lợi xét về cán cân cung-cầu của ngành vận tải dầu khí nhưng sang năm 2025 thì bối cảnh đã trở nên kém tích cực hơn khi tăng trưởng nguồn cung đội tàu vượt nhu cầu, kéo theo giá cước giảm trên hầu hết các phân khúc vận tải của PVT. Với khối lượng lớn tàu đóng mới dự kiến tiếp tục được bàn giao trong các năm 2026-2027, triển vọng giá cước nhiều khả năng vẫn chịu áp lực. Tuy nhiên, mức độ mất cân đối giữa tăng trưởng cung và cầu được kỳ vọng sẽ thu hẹp vào năm 2026, qua đó có thể khiến tốc độ giảm giá cước chậm lại so với năm 2025.

### Cán cân cung-cầu bất lợi gây áp lực lên giá cho thuê tàu năm 2025

Trong các phân khúc vận tải do PVT khai thác, giá cho thuê tàu bình quân năm 2025 của tàu dầu thô, tàu hàng rời và tàu dầu sản phẩm/hóa chất đều giảm so với năm 2024, ngoại trừ phân khúc LPG. Theo Clarksons, đơn vị hàng đầu cung cấp dữ liệu và phân tích thị trường vận tải biển toàn cầu, giá cho thuê tàu định hạn 1 năm bình quân đối với tàu dầu thô, tàu hàng rời và tàu hóa chất, xét trên các cỡ tàu mà PVT đang khai thác, đã giảm 11-25% trong 11 tháng đầu năm 2025 so với mức bình quân năm 2024 (Bảng 37).

Xu hướng này chủ yếu xuất phát từ việc tăng trưởng nguồn cung đội tàu trong năm 2025 vượt nhu cầu vận tải. Cụ thể, lượng tàu đóng mới được bàn giao đã tăng mạnh sau giai đoạn hoạt động đặt tàu sôi động, khi giá cho thuê tàu được hỗ trợ bởi các yếu tố địa chính trị, bao gồm xung đột Nga-Ukraine từ tháng 2/2022 và các gián đoạn tại Biển Đỏ kể từ tháng 10/2023. Việc đẩy nhanh tiến độ bàn giao tàu đã gây áp lực lên cán cân cung-cầu trong năm 2025, dẫn tới giá cho thuê tàu bình quân giảm trên hầu hết các phân khúc mà PVT đang khai thác.

**Bảng 37: Mức giá thuê tàu định hạn 1 năm**

Giá thuê tàu định hạn ở hầu hết các phân khúc tăng so với cùng kỳ trong năm 2024 nhưng giảm trong 11 tháng đầu năm 2025

| Loại tàu                      | Kích thước tàu | Mức giá thuê tàu định hạn 1 năm (USD/ngày) |        |          | Tăng trưởng |            |
|-------------------------------|----------------|--------------------------------------------|--------|----------|-------------|------------|
|                               |                | 2023                                       | 2024   | 11T/2025 | 2024/2023   | 11M25/2024 |
| Tàu chở dầu thô               | Alframax       | 41,846                                     | 41,072 | 30,785   | -2%         | -25%       |
| Tàu hàng rời                  | Supramax       | 12,526                                     | 14,570 | 12,315   | 16%         | -15%       |
|                               | Handysize      | 9,885                                      | 11,822 | 10,465   | 20%         | -11%       |
| Tàu chở khí LPG               | 3,500 CBM east | 7,638                                      | 7,691  | 7,397    | 1%          | -4%        |
|                               | 3,500 CBM west | 8,855                                      | 9,342  | 9,896    | 5%          | 6%         |
| Tàu chở Dầu sản phẩm/hóa chất | 13,000 DWT     | 14,479                                     | 15,792 | 13,250   | 9%          | -16%       |
|                               | 20,000 DWT     | 19,271                                     | 20,771 | 17,500   | 8%          | -16%       |

Nguồn: Clarksons, HSC

### Nguồn cung cao tiếp tục gây áp lực lên triển vọng giá cho thuê tàu các năm 2026-2027 nhưng mức độ thấp hơn so với năm 2025

Hướng tới năm 2026, dựa trên các dự báo cung-cầu hiện tại của Clarksons, ngoại trừ phân khúc LPG, hầu hết các phân khúc còn lại (bao gồm tàu dầu thô, tàu hóa chất và tàu hàng rời) được dự báo sẽ tiếp tục chịu áp lực khi tăng trưởng nguồn cung đội tàu dự kiến vượt tăng trưởng nhu cầu, chủ yếu do khối lượng lớn tàu đóng mới được bàn giao. Tuy nhiên, HSC cho rằng mức độ suy giảm của giá cho thuê tàu sẽ nhẹ hơn so với năm 2025 do tình trạng mất cân đối cung-cầu được kỳ vọng sẽ thu hẹp:

#### Tàu dầu sản phẩm/hóa chất

Theo BIMCO, nguồn cung tàu chở dầu sản phẩm dự kiến tăng trưởng với CAGR đạt 5,5% trong các năm 2026-2027 trong khi nhu cầu vận tải dự báo chỉ tăng 0,5-1,5%. Sự mất cân đối này chủ yếu đến từ khối lượng tàu đóng mới được bàn giao ở mức kỷ lục với số lượng tàu mới bàn giao trong các năm 2026-2027 đạt mức cao nhất trong 15 năm qua. Do đó, giá cho thuê tàu chở dầu sản phẩm nhiều khả năng sẽ tiếp tục chịu áp lực giảm trong giai đoạn này.

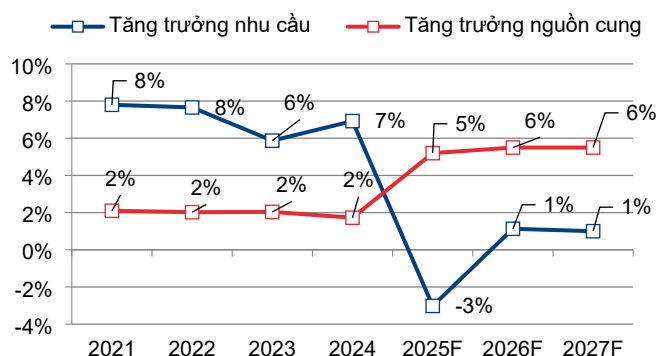
Đối với tàu chở hóa chất, theo MB Shipbrokers, nguồn cung đội tàu dự kiến tăng 4,7% trong năm 2026 và 3,1% trong năm 2027, trong khi nhu cầu vận tải đường biển được dự báo tăng trưởng quanh mức 3% mỗi năm. Do đó, giá cho thuê tàu nhiều khả năng sẽ chịu áp lực trong năm 2026 dù tình trạng mất cân đối cung-cầu được kỳ vọng sẽ dịu bớt vào năm 2027.

So với năm 2025, chênh lệch tăng trưởng cung-cầu đối với tàu chở dầu sản phẩm trong các năm 2026-2027 được ước tính ở mức 5%, thấp hơn so với mức chênh lệch 8% trong năm 2025 (khi nguồn cung tăng 5% trong khi nhu cầu giảm 3%). Đối với tàu chở hóa chất, chênh lệch giữa tăng trưởng cung và cầu trong năm 2026 được ước tính ở mức 2%, nhìn chung tương đương với năm 2025, và dự kiến sẽ tái cân bằng trong năm 2027.

Theo đó, HSC cho rằng giá cho thuê tàu nhiều khả năng sẽ giảm trong năm 2026; tuy nhiên, mức độ giảm dự kiến sẽ nhẹ hơn so với năm 2025.

## Biểu đồ 38: Cung-cầu toàn cầu đối với tàu chở dầu sản phẩm

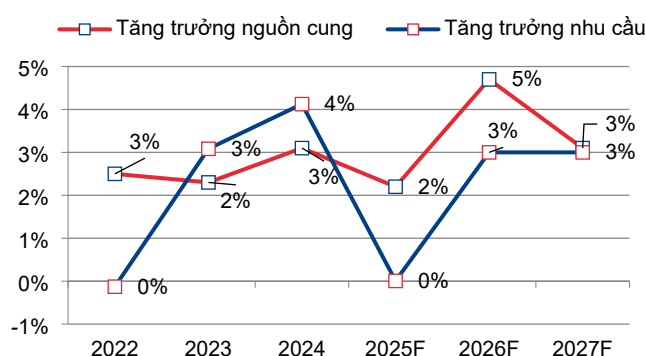
Dự báo tăng trưởng nguồn cung sẽ vượt tăng trưởng nhu cầu trong giai đoạn 2025 - 2027



Nguồn: Clarksons, BIMCO, HSC

## Biểu đồ 39: Cung-cầu toàn cầu đối với tàu chở hóa chất

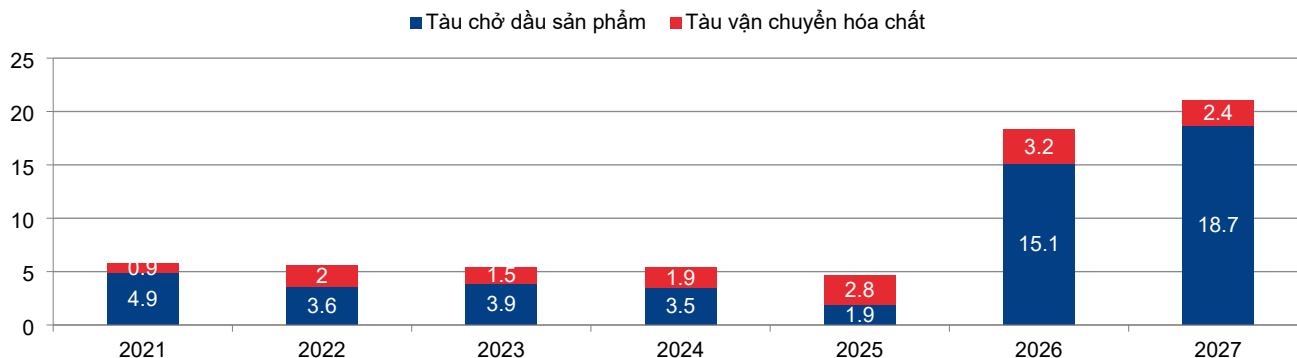
Tăng trưởng nguồn cung dự kiến sẽ vượt tăng trưởng nhu cầu trong giai đoạn 2025 - 2027



Nguồn: Clarksons, MB Shipbrokers, HSC

## Biểu đồ 40: Tải trọng của tàu chở dầu sản phẩm và hóa chất (triệu DWT)

Tải trọng tăng trong giai đoạn 2026-2027



Nguồn: Clarksons, MB Shipbrokers

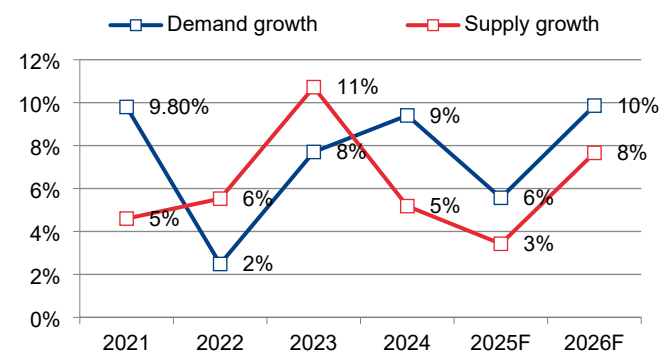
## Tàu LPG

Đối với tàu chở LPG, phân khúc này được kỳ vọng sẽ ghi nhận tăng trưởng nguồn cung thấp hơn so với tăng trưởng nhu cầu trong năm 2026. Theo Clarksons, nhu cầu vận tải LPG được dự báo tăng trưởng mạnh ở mức 6% và 10% trong các năm 2025-2026, so với mức tăng trưởng đội tàu chỉ 3% và 8%. Cán cân cung-cầu thuận lợi này được kỳ vọng sẽ hỗ trợ giá cho thuê tàu trong năm 2026.

Tuy nhiên, theo Drewry, tăng trưởng đội tàu LPG được dự báo đạt đỉnh vào năm 2027 ở mức khoảng 16%, do số lượng tàu đóng mới được bàn giao tăng mạnh. Tổng công suất các tàu dự kiến bàn giao ước tính đạt khoảng 8,8 triệu DWT trong năm 2027, so với 3,8 triệu DWT trong năm 2026. Làn sóng mở rộng đội tàu này sẽ tạo áp lực giảm lên triển vọng giá cho thuê tàu trong năm 2027.

**Biểu đồ 41: Cung-cầu toàn cầu đối với tàu chở khí LPG**

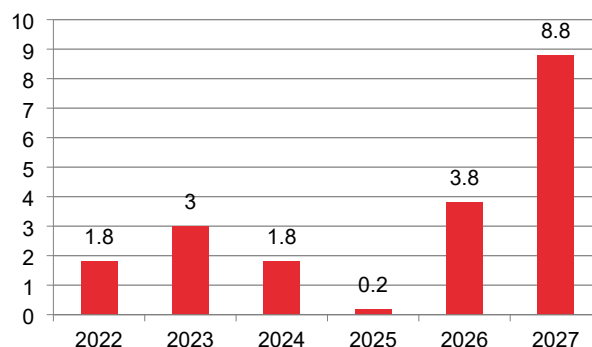
Dự báo nhu cầu tăng trưởng vượt nguồn cung trong năm 2026..



Nguồn: Clarksons

**Biểu đồ 42: Tàu trọng tàu chở khí LPG (triệu DWT)**

...tuy nhiên các tàu được bàn giao năm 2027 dự kiến sẽ tạo ra áp lực đối với giá thuê tàu



Nguồn: Clarksons

## Tàu dầu thô

Theo Clarksons, nguồn cung tàu chở dầu thô dự kiến tăng 2,6% trong năm 2026, trong khi nhu cầu vận tải dự báo chỉ tăng 0,9%. Theo đó, tăng trưởng nguồn cung được kỳ vọng sẽ vượt nhu cầu, chủ yếu do số lượng tàu đóng mới được bàn giao tăng mạnh trong những năm tới.

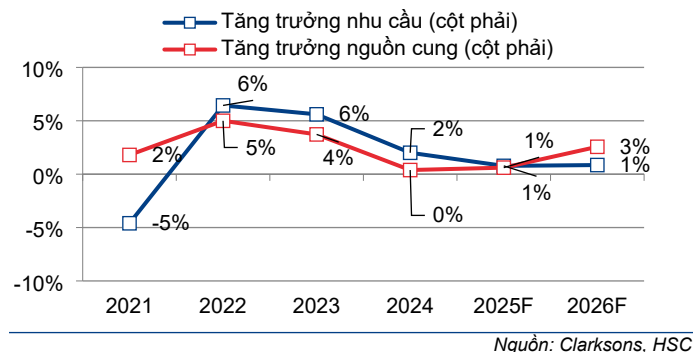
Theo MB Shipbrokers, tổng công suất các tàu chở dầu đóng mới dự kiến bàn giao trong các năm 2026 và 2027 lần lượt ước đạt khoảng 21 triệu DWT và 23 triệu DWT, so với mức bình quân chỉ khoảng 7 triệu DWT mỗi năm trong giai đoạn 2023-2025. Mặc dù một phần số tàu đóng mới này sẽ được sử dụng để thay thế các tàu lâu năm (trên 20 năm tuổi) nhưng việc mở rộng mạnh nguồn cung đội tàu dự báo vẫn sẽ gây áp lực lên triển vọng giá cho thuê tàu trong năm 2026 và kéo dài sang cả năm 2027.

Tuy nhiên, cần lưu ý rằng đối với phân khúc vận tải dầu thô, phần lớn doanh thu của PVT đến từ thị trường nội địa nơi có tỷ suất lợi nhuận ổn định nhờ áp dụng cơ chế định giá theo chi phí cộng thêm như đã đề cập ở trên. Thực tế, trong 9 tháng đầu năm 2025, mặc dù giá cho thuê tàu chở dầu thô toàn cầu ghi nhận mức giảm mạnh nhất trong số các phân khúc tàu nhưng doanh thu mảng tàu dầu thô của PVT vẫn tăng 23% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ sản lượng vận chuyển dầu thô cho BSR tăng cao. Trong 9 tháng đầu năm 2025, hai trong số ba tàu dầu thô của PVT được sử dụng để vận chuyển dầu thô cho BSR; cùng với sự phục hồi mạnh so với cùng kỳ của sản lượng vận chuyển cho BSR, sau đợt bảo dưỡng kéo dài 48 ngày từ giữa tháng 3/2024, đã giúp doanh thu phân khúc tàu dầu thô của PVT tăng trưởng tích cực trong 9 tháng đầu năm 2025 bất chấp mặt bằng giá cho thuê tàu toàn cầu suy giảm.

Theo đó, mặc dù triển vọng giá cho thuê tàu dầu thô trong năm 2026 vẫn kém tích cực do tăng trưởng nguồn cung được dự báo vượt tăng trưởng nhu cầu, HSC cho rằng doanh thu phân khúc tàu dầu thô của PVT vẫn sẽ tiếp tục tăng trong năm 2026, nhờ việc bổ sung thêm một tàu mới được mua trong Q4/2025 và nguồn doanh thu vận tải nội địa ổn định từ BSR.

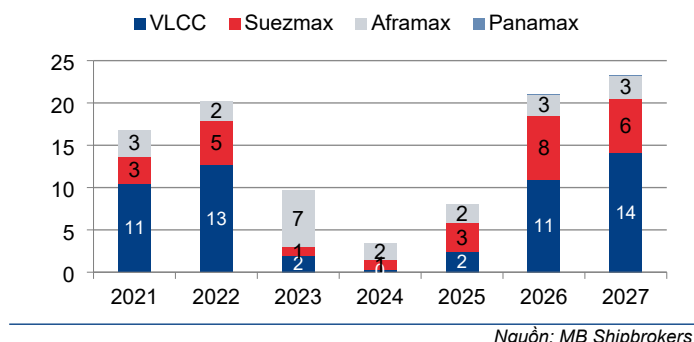
**Biểu đồ 43: Cung-cầu toàn cầu đối với tàu chở dầu thô**

Tăng trưởng nguồn cung dự kiến sẽ vượt tăng trưởng nhu cầu trong năm 2026...



**Biểu đồ 44: Tải trọng tàu chở dầu thô (triệu DWT)**

...do số lượng tàu bàn giao sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 2026–2027



## Tàu hàng rời

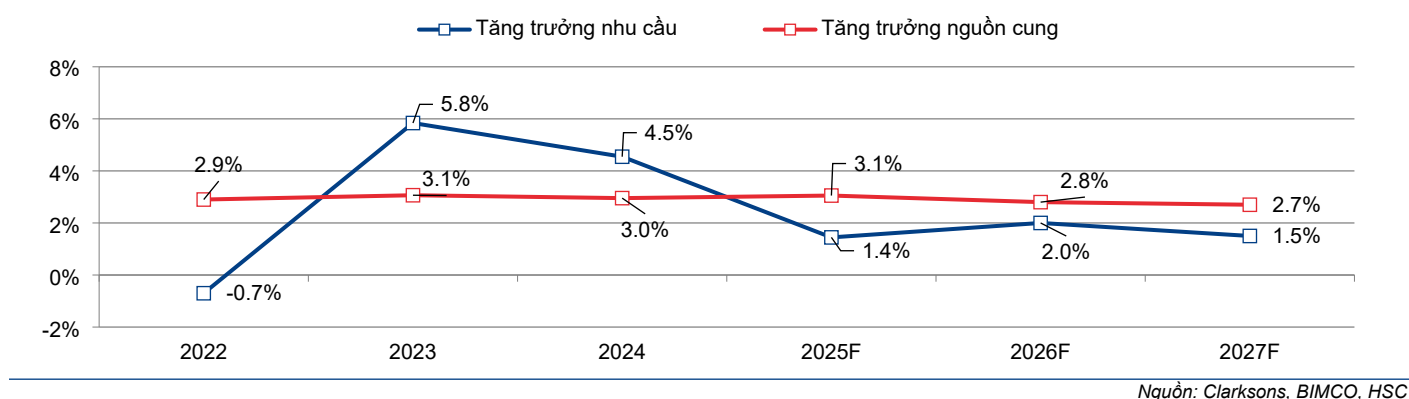
Theo BIMCO (Hội đồng Hàng hải Baltic và Quốc tế), nhu cầu vận tải hàng rời dự báo tăng 1,5-2,5% trong năm 2026 và 1,0-2,0% trong năm 2027, thấp hơn so với mức tăng trưởng nguồn cung lần lượt là 2,8% và 2,7%. Nhu cầu tăng trưởng chậm chủ yếu sẽ đến từ tác động của các cuộc chiến thương mại đang diễn ra và tăng trưởng yếu tại Trung Quốc khi nền kinh tế nước này tiếp tục chịu ảnh hưởng từ khủng hoảng BĐS và tình trạng dư thừa công suất sản xuất. Bên cạnh đó, nhu cầu vận tải đường biển đối với một số mặt hàng chủ chốt như quặng sắt và than đá được dự báo suy yếu, trong bối cảnh nhu cầu thép giảm và sản lượng điện từ các nguồn năng lượng tái tạo ngày càng gia tăng.

Trong bối cảnh tăng trưởng nguồn cung đội tàu được dự báo vượt tăng trưởng nhu cầu, giá cho thuê tàu hàng rời nhiều khả năng sẽ tiếp tục bị ảnh hưởng trong các năm 2026-2027.

Tuy nhiên, chênh lệch tăng trưởng cung-cầu đối với phân khúc vận tải hàng rời trong các năm 2026 và 2027 ước tính lần lượt ở mức 0,8% và 1,2%, thấp hơn so với mức 1,7% của năm 2025. Theo đó, HSC cho rằng mặc dù giá cho thuê tàu có khả năng vẫn duy trì xu hướng giảm nhưng mức độ suy giảm sẽ nhẹ hơn so với năm 2025.

**Biểu đồ 45: Cung-cầu toàn cầu đối với tàu chở hàng rời**

Tăng trưởng nguồn cung sẽ cao hơn so với tăng trưởng nhu cầu trong giai đoạn 2025–2027



## Rủi ro từ các yếu tố địa chính trị vẫn hiện hữu

Ngành vận tải biển thường hưởng lợi từ các rủi ro địa chính trị do các gián đoạn chuỗi cung ứng và xung đột quân sự thường buộc hàng hóa phải vận chuyển qua các tuyến đường dài hơn, qua đó làm gia tăng nhu cầu vận tải và hỗ trợ giá cước ở mức cao hơn. Trong 2-3 năm qua, xung đột tại Biển Đỏ (từ cuối năm 2023) và chiến sự Nga-Ukraine (từ năm 2022) đã hỗ trợ nhu cầu vận tải biển thông qua việc kéo dài quãng đường hành trình. Do đó, nếu các căng thẳng địa chính trị này hạ nhiệt hoặc được

giải quyết, nhu cầu vận tải có thể thấp hơn so với kỳ vọng hiện tại, từ đó tạo áp lực giảm lên mặt bằng giá cước.

Ngược lại, nếu cuộc tấn công của Mỹ đối với Venezuela tiếp tục leo thang, điều này có thể làm thay đổi dòng chảy thương mại toàn cầu, buộc các quốc gia nhập khẩu phải tìm nguồn cung dầu thô từ các nhà cung cấp ở xa hơn, qua đó làm gia tăng nhu cầu tính theo tấn-dặm và phần nào hỗ trợ giá cho thuê tàu chở dầu thô trong trung hạn.

### **Khả năng tuyến vận tải qua Biển Đỏ được nối lại**

Các hãng vận tải biển đang cân nhắc quay trở lại khai thác tuyến Biển Đỏ sau khi lệnh ngừng bắn giữa Israel và Hamas được thiết lập kể từ tháng 10/2025. Các hãng vận tải container như Ocean Network Express (ONE) và Maersk đã nối lại các chuyến hành trình đi qua Biển Đỏ. Mặc dù thời điểm khôi phục hoàn toàn hoạt động vận tải qua Biển Đỏ vẫn chưa rõ ràng nhưng việc từng bước nối lại các tuyến dịch vụ sẽ làm giảm nhu cầu tính theo tấn-dặm và tạo áp lực dư cung đối với thị trường vận tải.

Các phân khúc chịu tác động lớn nhất đối với PVT bao gồm tàu chở dầu thô, tàu chở dầu sản phẩm và tàu hàng rời. Theo BIMCO, việc hoạt động vận tải qua Biển Đỏ được khôi phục hoàn toàn có thể khiến nhu cầu đối với các phân khúc tàu này giảm 2-3% so với dự báo hiện tại. Mặc dù đội tàu khai thác của PVT chủ yếu là tàu cỡ nhỏ và trung bình – vốn ít hoạt động trên các tuyến đường dài đi qua Biển Đỏ và do đó không chịu tác động trực tiếp từ việc mở lại tuyến này – nhưng Công ty vẫn có thể chịu ảnh hưởng gián tiếp từ sự suy giảm nhu cầu chung của toàn ngành, qua đó có thể gây áp lực giảm lên giá cho thuê tàu đối với các chủng loại tàu liên quan.

Bên cạnh đó, đối với các phân khúc tàu hóa chất và tàu LPG, việc hoạt động vận tải qua Biển Đỏ trở lại bình thường dự kiến sẽ chỉ có tác động hạn chế tới nhu cầu vận tải của các chủng loại tàu này.

### **Nguy cơ suy yếu nhu cầu tàu dầu thô sau khi xung đột Nga-Ukraine kết thúc**

Trong trường hợp xung đột Nga-Ukraine chấm dứt, các phân khúc vận tải chịu tác động lớn nhất sẽ là tàu chở dầu thô và tàu chở dầu sản phẩm, do việc thương mại quay trở lại trạng thái bình thường có thể làm giảm nhu cầu vận chuyển tính theo tấn-dặm, đặc biệt nếu dầu thô và sản phẩm lọc dầu của Nga chuyển từ các tuyến vận tải đường dài sang châu Á trở lại các tuyến ngắn hơn sang châu Âu. Mạng vận tải hàng rời, đặc biệt là hoạt động vận chuyển ngũ cốc từ khu vực Biển Đen, cũng có thể chịu tác động tiêu cực nhất định dù mức độ ảnh hưởng được đánh giá là tương đối hạn chế. Ngược lại, các phân khúc tàu LPG và tàu hóa chất được kỳ vọng sẽ ít chịu tác động hơn nhờ dòng chảy thương mại mang tính đa dạng và được chi phối nhiều bởi các yếu tố cấu trúc dài hạn.

Tuy nhiên, trong bối cảnh hiện tại, khả năng thương mại toàn cầu sớm quay trở lại trạng thái bình thường hoặc các lệnh trừng phạt được dỡ bỏ trong ngắn hạn vẫn còn thấp; trong khi đó, việc tuyến vận tải qua Biển Đỏ được mở lại được đánh giá là yếu tố rủi ro có khả năng xảy ra cao hơn trong ngắn hạn đối với ngành vận tải biển.

### **Mỹ tấn công Venezuela**

Nếu cuộc tấn công của Mỹ đối với Venezuela tiếp tục leo thang, điều này có thể làm thay đổi dòng chảy thương mại dầu thô toàn cầu, buộc các quốc gia nhập khẩu phải tìm kiếm các nguồn cung thay thế ở khoảng cách xa hơn. Sự dịch chuyển này sẽ kéo dài quãng đường vận chuyển bình quân và làm gia tăng nhu cầu tính theo tấn-dặm đối với tàu chở dầu thô, qua đó phần nào bù đắp áp lực từ các yếu tố cung-cầu kém thuận lợi như đã đề cập. Bên cạnh đó, rủi ro địa chính trị gia tăng có thể khiến phí bảo hiểm rủi ro chiến tranh tăng lên và nguồn cung tàu trở nên hạn chế hơn, từ đó có thể tiếp tục hỗ trợ giá cho thuê tàu trong trung hạn, dù cấu trúc thị trường vẫn đang trong trạng thái dư cung.

## Dự báo lợi nhuận

Lợi nhuận thuần của PVT trong 9 tháng đầu năm 2025 đạt 772 tỷ đồng, giảm 13% so với cùng kỳ; tuy nhiên, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi (loại trừ khoản lợi nhuận thuần ghi nhận trong Q3/2024) chỉ giảm 6% so với cùng kỳ, chủ yếu do mặt bằng giá cho thuê tàu suy yếu như đã đề cập. HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 993 tỷ đồng, giảm 9% (và giảm 4% nếu loại trừ các khoản mục không thường xuyên của năm trước), trước khi phục hồi trong các năm 2026-2027 với mức tăng trưởng lần lượt 9% và 8% nhờ mở rộng đội tàu và đóng góp trọn năm từ các tàu được mua trong nửa cuối năm 2025. Trong giai đoạn 2024-2027, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR khiêm tốn ở mức 4%.

### Đánh giá KQKD 9 tháng đầu năm 2025

Doanh thu thuần của VPT trong 9 tháng đầu năm 2025 tăng mạnh 39% so với cùng kỳ, đạt 11,6 nghìn tỷ đồng, trong khi lợi nhuận thuần giảm 13% so với cùng kỳ xuống 772 tỷ đồng. Loại trừ khoản lợi nhuận thuần không thường xuyên 64 tỷ đồng từ việc bán tàu (PVT Synergy) ghi nhận trong Q3/2024, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi giảm 6% so với cùng kỳ, chủ yếu do giá cho thuê tàu/giá cước vận tải của mảng vận tải suy giảm. Chúng tôi lưu ý một số điểm chính như sau:

- Tăng trưởng doanh thu thuần chủ yếu được thúc đẩy bởi việc mở rộng công suất và doanh thu mảng thương mại tăng cao. Tại thời điểm cuối Q3/2025, đội tàu của PVT gồm 62 tàu, so với 58 tàu tại thời điểm cuối Q3/2024. Việc mở rộng đội tàu đã giúp doanh thu mảng vận tải trong 9 tháng đầu năm 2025 tăng 6% so với cùng kỳ, bất chấp giá cho thuê và cước vận tải giảm so với cùng kỳ ở hầu hết các chủng loại tàu như đã đề cập ở trên.

Bên cạnh đó, doanh thu mảng “thương mại & khác” trong 9 tháng đầu năm 2025 tăng mạnh lên 4 nghìn tỷ đồng (tăng 261% so với cùng kỳ) khi PVT chủ động đẩy mạnh hoạt động thương mại nhằm mở rộng và củng cố quan hệ với các đối tác kinh doanh, đồng thời tạo nền tảng cho các cơ hội kinh doanh dài hạn. Trong khi đó, doanh thu mảng FSO gần như đi ngang ở mức 447 tỷ đồng (giảm 2% so với cùng kỳ).

- Lợi nhuận gộp giảm 10% so với cùng kỳ xuống 1,7 tỷ đồng, chủ yếu do lợi nhuận gộp mảng vận tải giảm 11% so với cùng kỳ trong bối cảnh điều kiện thị trường kém thuận lợi. Ngoài ra, lợi nhuận gộp từ mảng “thương mại & khác” giảm 9% so với cùng kỳ xuống 60 tỷ đồng. Lợi nhuận gộp mảng FSO đạt 179 tỷ đồng (giảm 3% so với cùng kỳ).

Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống 14,5% so với mức 22,4% trong 9 tháng đầu năm 2024 do (1) tỷ suất lợi nhuận gộp của từng mảng kinh doanh đều suy giảm và (2) cơ cấu doanh thu kém thuận lợi hơn với tỷ trọng mảng “thương mại & khác” tăng cao. Trong đó, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng vận tải giảm xuống 20,2% từ mức 23,9% do giá cho thuê tàu/cước vận tải giảm. Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng “thương mại & khác” giảm xuống 1,5% từ mức 6,1% trong 9 tháng đầu năm 2024, khi doanh thu thương mại tăng mạnh nhưng giá trị lợi nhuận tuyệt đối lại giảm xuống 60 tỷ đồng từ mức 67 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2024. Bên cạnh đó, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng FSO đạt 40,2% so với mức 40,6% trong 9 tháng đầu năm 2024.

- Lỗ tài chính trong 9 tháng đầu năm 2025 ở mức 178 tỷ đồng (giảm 6% so với cùng kỳ). Chi phí bán hàng & quản lý ở mức 362 tỷ đồng (tăng 20% so với cùng kỳ), tuy nhiên tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giảm xuống mức 3,1% từ 3,6% trong 9 tháng đầu năm 2024 nhờ doanh thu tăng cao (tăng 37% so với cùng kỳ).
- “Thu nhập khác thuần” giảm xuống 65 tỷ đồng (giảm 46% so với cùng kỳ) do không còn ghi nhận khoản thu nhập không thường xuyên từ việc bán tàu trong Q3/2024, giao dịch này đã mang lại cho PVT 153 tỷ đồng LNTT.

Nhìn chung, lợi nhuận thuần 9 tháng đầu năm 2025 đạt 772 tỷ đồng, giảm 13% so với cùng kỳ (và giảm 6% so với cùng kỳ sau khi loại trừ khoản lợi nhuận không thường xuyên trong Q3/2024) do KQKD mảng vận tải kém tích cực hơn dưới tác

động của mặt bằng giá cho thuê/cước vận tải suy giảm trong bối cảnh nguồn cung toàn cầu dư thừa.

Như đã trình bày trong phần tổng quan ngành, ngoại trừ phân khúc LPG – nơi tăng trưởng nhu cầu vượt nguồn cung trong năm 2025 và giá cho thuê tàu gần như không thay đổi – tất cả các phân khúc còn lại đều ghi nhận tăng trưởng nguồn cung vượt nhu cầu, kéo theo giá cho thuê tàu giảm 10-25% trong năm 2025. Do đó, theo quan điểm của chúng tôi, việc lợi nhuận HĐKD cốt lõi của PVT trong 9 tháng đầu năm 2025 chỉ giảm 6% là tín hiệu tích cực phản ánh hiệu quả của công tác quản lý chi phí. Bên cạnh đó, do đã dự báo trước điều kiện cung-cầu kém thuận lợi trong năm 2025, PVT đã chủ động ghi nhận trước một phần chi phí sửa chữa và bảo dưỡng tàu của năm 2025 vào năm 2024, qua đó góp phần giảm áp lực chi phí trong năm 2025.

**Bảng 46: Ước tính lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2025, PVT**

Lợi nhuận ròng cốt lõi giảm 6% so với cùng kỳ do giá thuê tàu/cước vận tải ở hầu hết các mảng vận tải đều giảm

| (tỷ đồng)               | Q1/24 | Q1/25 | So với cùng kỳ | Q2/24 | Q2/25 | So với cùng kỳ | Q3/24 | Q3/25 | So với cùng kỳ | 9T24  | 9T25   | So với cùng kỳ |
|-------------------------|-------|-------|----------------|-------|-------|----------------|-------|-------|----------------|-------|--------|----------------|
| Doanh thu thuần         | 2,536 | 2,790 | 10%            | 2,994 | 4,352 | 45%            | 2,934 | 4,419 | 51%            | 8,464 | 11,569 | 37%            |
| Lợi nhuận thuần         | 231   | 215   | -7%            | 287   | 294   | 2%             | 365   | 263   | -28%           | 884   | 772    | -13%           |
| Lợi nhuận thuần cốt lõi | 231   | 215   | -7%            | 287   | 294   | 2%             | 301   | 263   | -13%           | 820   | 772    | -6%            |

Nguồn: PVT, HSC

**Bảng 47: Phát triển đội tàu Q1/2024 - Q4/2025, PVT**

Việc mở rộng đội tàu đã giúp doanh thu vận tải tăng dù mức giá cho thuê/cước giảm...

| Tàu                   | Q1/24     | Q2/24     | Q3/24     | Q4/24     | Q1/25     | Q2/25     | Q3/25     | Q4/25     |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Tàu chở dầu thô       | 3         | 3         | 3         | 3         | 3         | 3         | 3         | 4         |
| Dầu sản phẩm/hóa chất | 22        | 22        | 24        | 24        | 24        | 24        | 25        | 27        |
| Tàu chở khí LPG       | 17        | 17        | 18        | 18        | 18        | 19        | 19        | 19        |
| Tàu hàng rời          | 9         | 9         | 12        | 12        | 12        | 12        | 14        | 14        |
| Tàu FSO               | 1         | 1         | 1         | 1         | 1         | 1         | 1         | 1         |
| <b>Tổng cộng</b>      | <b>52</b> | <b>52</b> | <b>58</b> | <b>58</b> | <b>58</b> | <b>59</b> | <b>62</b> | <b>65</b> |

Nguồn: PVT, HSC

**Bảng 48: Cơ cấu lợi nhuận các mảng kinh doanh, PVT**

...tuy nhiên lợi nhuận gộp lại giảm do tỷ suất lợi nhuận gộp giảm và kéo theo lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2025 giảm

| (tỷ đồng)                    | 9T24         | 9T25          | So với cùng kỳ   |
|------------------------------|--------------|---------------|------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>       | <b>8,276</b> | <b>11,569</b> | <b>37%</b>       |
| Vận tải                      | 6,719        | 7,103         | 6%               |
| Thương mại & HĐKD khác       | 1,101        | 3,972         | 261%             |
| Tàu FSO                      | 456          | 447           | -2%              |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>         | <b>1,856</b> | <b>1,675</b>  | <b>-10%</b>      |
| Vận tải                      | 1,604        | 1,435         | -11%             |
| Thương mại & HĐKD khác       | 67           | 60            | -9%              |
| Tàu FSO                      | 185          | 179           | -3%              |
| <b>Tỷ suất lợi nhuận gộp</b> | <b>22.4%</b> | <b>14.5%</b>  | <b>-7.9 ppts</b> |
| Vận tải                      | 23.9%        | 20.2%         | -3.7 ppts        |
| Thương mại & HĐKD khác       | 6.1%         | 1.5%          | -4.5 ppts        |
| Tàu FSO                      | 40.6%        | 40.2%         | -0.5 ppts        |

Nguồn: PVT, HSC

**Bảng 49: Cơ cấu doanh thu mảng vận tải, PVT**

Doanh thu vận chuyển hàng rời, dầu sản phẩm/hóa chất giảm so với cùng kỳ trong khi doanh thu vận chuyển dầu thô và khí LPG

| (tỷ đồng)             | 9T24  | 9T25  | So với cùng kỳ |
|-----------------------|-------|-------|----------------|
| Hàng rời              | 726   | 490   | -33%           |
| LPG                   | 1,710 | 2,446 | 43%            |
| Dầu sản phẩm/Hóa chất | 3,019 | 2,585 | -14%           |
| Dầu thô               | 1,199 | 1,479 | 23%            |
| Khác                  | 64    | 103   | 61%            |
| Tổng cộng             | 6,719 | 7,103 | 6%             |
| <b>Proportion</b>     |       |       |                |
| Hàng rời              | 11%   | 7%    |                |
| LPG                   | 25%   | 34%   |                |
| Dầu sản phẩm/Hóa chất | 45%   | 36%   |                |
| Dầu thô               | 18%   | 21%   |                |
| Khác                  | 1%    | 1%    |                |

Nguồn: PVT, HSC

## Dự báo lợi nhuận năm 2025

Cho năm 2025, HSC dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đạt lần lượt 16,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 37%) và 993 tỷ đồng (giảm 9%). Nếu không tính đến khoản lợi nhuận không thường xuyên từ việc bán tài sản trong năm 2024, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi dự báo giảm 4%, chủ yếu do giá cho thuê và cước vận tải của mảng vận tải suy giảm.

Kết hợp giữa dự báo của chúng tôi và KQKD thực hiện 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần Q4/2025 ước tính đạt lần lượt 4,6 nghìn tỷ đồng (tăng 36% so với cùng kỳ, tăng 3% so với quý trước) và 220 tỷ đồng (tăng 5% so với cùng kỳ, giảm 16% so với quý trước). Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần sẽ quay trở lại đà tăng trưởng trong quý nhờ việc mở rộng đội tàu khi Công ty mua thêm ba tàu mới trong Q4/2025. Theo đó, đội tàu của PVT tăng lên 65 tàu tại thời điểm cuối năm 2025, so với 62 tàu vào cuối Q3/2025 và 58 tàu vào cuối năm 2024. Về mức giảm so với quý trước, chúng tôi lưu ý rằng PVT thường ghi nhận chi phí HĐKD ở mức cao trong Q4 (chi phí nhân công, chi phí bảo dưỡng, sửa chữa, v.v.), do đó lợi nhuận trong Q4 hàng năm thường giảm so với quý trước.

**Bảng 50: Dự báo lợi nhuận năm 2025, PVT**

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần Q4/2025 sẽ đạt 220 tỷ đồng (tăng 5% so với cùng kỳ)

| (tỷ đồng)                      | 4Q24       | 4Q25F      | So với cùng kỳ | So với quý trước | 2024         | 2025F      | So với cùng kỳ |
|--------------------------------|------------|------------|----------------|------------------|--------------|------------|----------------|
| Doanh thu thuần                | 3,347      | 4,546      | 36%            | 3%               | 11,732       | 16,107     | 37%            |
| Lợi nhuận thuần                | 210        | 220        | 5%             | -16%             | 1,093        | 993        | -9%            |
| <b>Lợi nhuận thuần cốt lõi</b> | <b>210</b> | <b>220</b> | <b>5%</b>      | <b>-16%</b>      | <b>1,030</b> | <b>993</b> | <b>-4%</b>     |

Nguồn: HSC

## Dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027

HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trở lại lần lượt 9% và 8% trong các năm 2026-2027 nhờ việc mở rộng đội tàu. Chúng tôi cho rằng PVT sẽ tiếp tục mở rộng đội tàu, được hỗ trợ bởi dòng tiền mạnh và tỷ lệ vay nợ thấp. Việc mở rộng đội tàu sẽ giúp duy trì tăng trưởng doanh thu và phần nào bù đắp tác động bất lợi từ mặt bằng giá cho thuê tàu suy yếu. Bên cạnh đó, trong bối cảnh giá cho thuê tàu kém thuận lợi, giá mua tàu nhiều khả năng sẽ duy trì ở mức thấp, tạo điều kiện để Công ty đầu tư với chi phí hấp dẫn và mở ra dư địa tăng trưởng đáng kể cho doanh thu và lợi nhuận khi thị trường phục hồi.

Cho năm 2026, HSC dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần của PVT đạt lần lượt 17,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 11%) và 1,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 9%). Các giả định chính của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi giả định giá cho thuê tàu dầu thô, tàu dầu sản phẩm/hóa chất và tàu hàng rời sẽ giảm 5% trong năm 2026 do tăng trưởng nguồn cung cao hơn tăng trưởng nhu cầu như đã đề cập ở trên. Trong khi đó, giá cho thuê tàu LPG được giả định tăng 5% do tăng trưởng nhu cầu toàn cầu được dự báo cao hơn tăng trưởng nguồn cung.

- Chúng tôi giả định tổng số tàu sẽ đạt 73 tàu (tăng 12%) tại thời điểm cuối năm 2026, so với 65 tàu vào cuối năm 2025. Tổng vốn đầu tư cho việc mở rộng đội tàu dự kiến ở mức 2,4 nghìn tỷ đồng (giảm 10%) do giảm giả định giá tàu mua vào.
- Doanh thu mảng vận tải dự báo tăng trưởng 12% đạt 9,5 nghìn tỷ đồng nhờ việc mở rộng đội tàu trong năm 2026, khai thác trọn năm các tàu được mua trong nửa cuối năm 2025 và tăng giả định giá cho thuê tàu LPG. Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng vận tải dự báo thu hẹp xuống 20,7% so với mức 21,0% trong năm 2025 do giảm giả định giá cho thuê tàu.
- Doanh thu mảng thương mại và mảng FSO dự báo đạt lần lượt 6,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10%) và 613 tỷ đồng (tăng trưởng 3%). Tỷ suất lợi nhuận gộp của hai mảng này dự báo đi ngang, lần lượt ở mức 1,1% và 41,7%.
- Tổng dư nợ ước tính ở mức 8,6 nghìn tỷ đồng (tăng 12%) tại thời điểm cuối năm 2026. Nợ thuần dự báo giảm xuống 431 tỷ đồng, so với mức 1,5 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2025; theo đó, tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH được cải thiện xuống 3,4% so với mức 13,1% tại thời điểm cuối năm 2025.
- Cho năm 2027, HSC dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần của PVT đạt lần lượt 19,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 7%) và 1,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 8%). Chúng tôi giả định giá cho thuê tàu của tất cả các phân khúc sẽ giảm 3% trong năm 2027 do lượng tàu bàn giao ở mức cao. Tổng số tàu dự kiến đạt 82 tàu (tăng 12%). Doanh thu mảng vận tải dự báo tăng trưởng 9% đạt 11,6 nghìn tỷ đồng nhờ mở rộng đội tàu, bất chấp mặt bằng giá cho thuê tàu giảm. Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng vận tải dự báo giảm xuống 20,2% so với mức 20,7% trong năm 2026. Bên cạnh đó, doanh thu mảng thương mại và mảng FSO dự báo đạt lần lượt 7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 5%) và 632 tỷ đồng (tăng trưởng 3%), với giả định tỷ suất lợi nhuận gộp hai mảng này đi ngang ở mức lần lượt 1,1% và 41,7%. Chúng tôi kỳ vọng PVT sẽ quay trở lại trạng thái tiền mặt thuần 757 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2027.

**Bảng 51: Bảng cân đối kế toán thực hiện và dự báo, PVT**

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ giảm 9% trong năm 2025, sau đó hồi phục 9%/8% trong năm 2026/2027

| (tỷ đồng)                      | 2024         | Dự báo       |              |              | Tăng trưởng |            |           |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|------------|-----------|
|                                |              | 2025         | 2026         | 2027         | 2025        | 2026       | 2027      |
| Doanh thu thuần                | 11,732       | 16,107       | 17,871       | 19,202       | 37%         | 11%        | 7%        |
| Lợi nhuận gộp                  | 2,444        | 2,307        | 2,527        | 2,687        | -6%         | 10%        | 6%        |
| Chi phí BH&QL                  | 505          | 547          | 607          | 653          | 8%          | 11%        | 7%        |
| LNTT                           | 1,868        | 1,601        | 1,739        | 1,871        | -14%        | 9%         | 8%        |
| Lợi nhuận thuần                | 1,093        | 993          | 1,078        | 1,160        | -9%         | 9%         | 8%        |
| <b>Lợi nhuận thuần cốt lõi</b> | <b>1,030</b> | <b>993</b>   | <b>1,078</b> | <b>1,160</b> | <b>-4%</b>  | <b>9%</b>  | <b>8%</b> |
| <b>EBITDA</b>                  | <b>3,737</b> | <b>3,907</b> | <b>4,335</b> | <b>4,658</b> | <b>5%</b>   | <b>11%</b> | <b>7%</b> |

Nguồn: HSC

**Bảng 52: Cơ cấu các mảng kinh doanh thực hiện và dự báo, PVT**

HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ thu hẹp nhưng doanh thu sẽ tăng trưởng nhờ đội tàu mở rộng trong giai đoạn 2025-2027

| (tỷ đồng)              | 2024          | Dự báo        |               |               | Tăng trưởng |      |      |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|------|------|
|                        |               | 2025          | 2026          | 2027          | 2025        | 2026 | 2027 |
| <b>Doanh thu thuần</b> | <b>11,731</b> | <b>16,107</b> | <b>17,871</b> | <b>19,202</b> | 37%         | 11%  | 7%   |
| Vận tải                | 9,041         | 9,486         | 10,630        | 11,611        | 5%          | 12%  | 9%   |
| Thương mại & HDKD khác | 2,073         | 6,025         | 6,628         | 6,959         | 191%        | 10%  | 5%   |
| Tàu FSO                | 617           | 595           | 613           | 632           | -4%         | 3%   | 3%   |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>   | <b>2,444</b>  | <b>2,307</b>  | <b>2,527</b>  | <b>2,687</b>  |             |      |      |
| Vận tải                | 2,123         | 1,992         | 2,202         | 2,351         | -6%         | 11%  | 7%   |
| Thương mại & HDKD khác | 61            | 66            | 70            | 73            | 8%          | 5%   | 5%   |
| FSO                    | 260           | 248           | 256           | 263           | -5%         | 3%   | 3%   |
| <b>GPM</b>             | <b>20.8%</b>  | <b>14.3%</b>  | <b>14.1%</b>  | <b>14.0%</b>  |             |      |      |
| Vận tải                | 23.5%         | 21.0%         | 20.7%         | 20.2%         |             |      |      |
| Thương mại & HDKD khác | 3.0%          | 1.1%          | 1.1%          | 1.1%          |             |      |      |
| FSO                    | 42.1%         | 41.7%         | 41.7%         | 41.7%         |             |      |      |

Nguồn: HSC

**Bảng 53: Doanh thu mảng vận tải thực tế & dự báo, PVT**

HSC ước tính doanh thu mảng vận tải sẽ tăng 5%/12%/9% trong giai đoạn 2025/26/27

| (tỷ đồng)            | 2024         | Dự báo       |               |               | Tăng trưởng |            |           |
|----------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|-------------|------------|-----------|
|                      |              | 2025         | 2026          | 2027          | 2025        | 2026       | 2027      |
| <b>Vận tải sales</b> | <b>9,041</b> | <b>9,486</b> | <b>10,630</b> | <b>11,611</b> | <b>5%</b>   | <b>12%</b> | <b>9%</b> |
| Hàng rời             | 995          | 960          | 1,080         | 1,215         | -3%         | 12%        | 13%       |
| LPG                  | 2,260        | 2,609        | 3,097         | 3,587         | 15%         | 19%        | 16%       |
| Oil/hóa chất         | 4,068        | 3,706        | 4,014         | 4,389         | -9%         | 8%         | 9%        |
| Dầu thô              | 1,627        | 2,073        | 2,296         | 2,272         | 27%         | 11%        | -1%       |
| Khác                 | 90           | 137          | 144           | 149           | 52%         | 5%         | 3%        |
| <b>Proportion</b>    |              |              |               |               |             |            |           |
| Hàng rời             | 11%          | 11%          | 12%           | 13%           |             |            |           |
| LPG                  | 25%          | 29%          | 34%           | 40%           |             |            |           |
| Oil/hóa chất         | 45%          | 41%          | 44%           | 49%           |             |            |           |
| Dầu thô              | 18%          | 23%          | 25%           | 25%           |             |            |           |
| Khác                 | 1%           | 2%           | 2%            | 2%            |             |            |           |

Nguồn: HSC

**Bảng 54: Dự báo phát triển đội tàu, PVT**

HSC dự báo số lượng tàu của PVT sẽ tăng 12% trong giai đoạn 2025-27

|                      | Thực tế |       |       | Dự báo |       |       |
|----------------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
|                      | 2022    | 2023  | 2024  | 2025   | 2026  | 2027  |
| Vốn đầu tư (tỷ đồng) | 1,661   | 4,186 | 3,966 | 2,678  | 2,408 | 2,718 |
| Tăng trưởng          | -14%    | 152%  | -5%   | -32%   | -10%  | 13%   |
| Số lượng tàu (tàu)   | 41      | 51    | 58    | 65     | 73    | 82    |
| Tăng trưởng          | 17%     | 24%   | 14%   | 12%    | 12%   | 12%   |

Nguồn: HSC

**Bảng 55: Dự nợ thực tế và dự báo, PVT**

Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ sẽ được cải thiện trong giai đoạn 2025-2027

| (tỷ đồng)                               | Thực tế      |              |              | Dự báo       |              |              |
|-----------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         | 2026         | 2027         |
| Nợ ngắn hạn                             | 1,099        | 1,388        | 1,488        | 1,611        | 1,792        | 1,925        |
| Nợ dài hạn                              | 2,591        | 4,540        | 5,376        | 6,121        | 6,809        | 7,315        |
| <b>Tổng nợ</b>                          | <b>3,691</b> | <b>5,928</b> | <b>6,864</b> | <b>7,731</b> | <b>8,601</b> | <b>9,240</b> |
| <b>Tiền mặt &amp; tiền gửi ngắn hạn</b> | <b>4,500</b> | <b>4,466</b> | <b>4,509</b> | <b>6,207</b> | <b>8,171</b> | <b>9,997</b> |
| <b>Nợ thuần</b>                         | <b>(810)</b> | <b>1,463</b> | <b>2,355</b> | <b>1,524</b> | <b>431</b>   | <b>(757)</b> |
| <b>Tỷ lệ nợ thuần / vốn CSH (lần)</b>   | <b>-10%</b>  | <b>16%</b>   | <b>23%</b>   | <b>13%</b>   | <b>3%</b>    | <b>-5%</b>   |

Nguồn: HSC

**Bảng 56: Cổ tức tiền mặt, PVT**

HSC dự báo PVT sẽ chi trả cổ tức tiền mặt 300đ/cp trong giai đoạn 2025-2027

| (tỷ đồng)                          | Thực tế |       |      | Dự báo |       |       |
|------------------------------------|---------|-------|------|--------|-------|-------|
|                                    | 2022    | 2023  | 2024 | 2025   | 2026  | 2027  |
| Cổ tức tiền mặt (đồng)             | 300     | 300   | 0    | 300    | 300   | 300   |
| Lợi nhuận chi trả cổ tức (tỷ đồng) | 171.8   | 152.2 | 0    | 141.0  | 141.0 | 141.0 |
| Tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức     | 20.0%   | 15.6% | 0    | 14.2%  | 13.0% | 12.1% |
| Lợi suất cổ tức                    | 1.10%   | 1.10% | 0    | 1.5%   | 1.5%  | 1.5%  |

Nguồn: HSC

## Định giá và khuyến nghị

HSC khuyến nghị lần đầu Nắm giữ đối với PVT với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 21.300đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 4%. PVT đang giao dịch ở mức EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 3,5 lần, tương đương bình quân 4 năm, và theo quan điểm của chúng tôi đây là mức định giá hợp lý. So với các doanh nghiệp cùng ngành, PVT đang giao dịch ở mức P/E và P/B dự phóng năm 2026 hơi thấp hơn, đồng thời thấp hơn đáng kể xét theo EV/EBITDA; tuy nhiên, với ROA và ROE thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành do chiến lược quản trị thận trọng của Công ty, HSC cho rằng mức định giá hiện tại là hợp lý.

## Kết luận và phương pháp định giá

HSC áp dụng phương pháp DCF để tính giá mục tiêu cho PVT với lãi suất phi rủi ro là 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH là 8,75%, tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% và beta là 0,9. Theo đó, giả định WACC là 9,5%. Chúng tôi trình bày các tính toán và giả định định giá cơ bản trong các biểu đồ dưới đây.

**Bảng 57: Tính toán FCFF, PVT**

| (tỷ đồng)                | 2023A          | 2024A        | 2025F      | 2026F        | 2027F        | 2028F        | 2029F        | 2030F      |
|--------------------------|----------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| EBIT                     | 1,415          | 1,938        | 1,759      | 1,920        | 2,034        | 2,108        | 2,218        | 2,308      |
| Thuế                     | (327)          | (399)        | (320)      | (348)        | (374)        | (395)        | (423)        | (449)      |
| Cộng: Khấu hao           | 1,354          | 1,799        | 2,148      | 2,415        | 2,624        | 3,001        | 3,361        | 3,764      |
| Trừ: Chi phí đầu tư TSCĐ | (3,885)        | (3,648)      | (2,678)    | (2,408)      | (2,718)      | (3,314)      | (3,712)      | (4,158)    |
| Trừ: Tăng vốn lưu động   | (397)          | (448)        | (347)      | (108)        | (81)         | (114)        | (118)        | (564)      |
| <b>UFCF</b>              | <b>(1,840)</b> | <b>(758)</b> | <b>563</b> | <b>1,472</b> | <b>1,485</b> | <b>1,286</b> | <b>1,325</b> | <b>901</b> |

Nguồn: HSC

**Bảng 58: Giá trị vốn CSH, PVT**

| Tính toán WACC         | Giá trị      | Tính toán DCF                             | Đơn vị           | Giá trị (cuối năm-2026) |
|------------------------|--------------|-------------------------------------------|------------------|-------------------------|
| 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)        | 8,191                   |
| Beta                   | 0.9          | Giá trị hiện tại của dòng tiền năm 2030   | (tỷ đồng)        | 5,536                   |
| <b>Chi phí vốn CSH</b> | <b>12.1%</b> | <b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>          | <b>(tỷ đồng)</b> | <b>13,727</b>           |
| <b>Chi phí nợ</b>      | <b>6.7%</b>  | Cộng: Tiền mặt + đầu tư ngắn hạn          | (tỷ đồng)        | 8,140                   |
| Lãi suất phi rủi ro    | 52.4%        | Trừ: Nợ ngắn hạn + nợ dài hạn, điều chỉnh | (tỷ đồng)        | (11,850)                |
| Phần bù rủi ro vốn CSH | 47.6%        | <b>Giá trị của vốn CSH</b>                | <b>(tỷ đồng)</b> | <b>10,017</b>           |
| <b>WACC</b>            | <b>9.5%</b>  | Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (*)       | Triệu            | 469.9                   |
|                        |              | <b>Giá trị vốn CSH/CP</b>                 | <b>VND</b>       | <b>21,316</b>           |

Ghi chú: \* tính toán dựa trên số lượng cổ phiếu pha loãng hoàn toàn của PVT đã bao gồm trái phiếu chuyển đổi  
 Nguồn: HSC

**Bảng 59: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro, PVT**

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

| Đồng/cp             |      | Tốc độ tăng trưởng dài hạn |        |               |        |        |
|---------------------|------|----------------------------|--------|---------------|--------|--------|
|                     |      | 0%                         | 1.0%   | 2.0%          | 3.0%   | 4.0%   |
| Lãi suất phi rủi ro | 3.0% | 19,128                     | 20,856 | 23,080        | 26,048 | 30,210 |
|                     | 3.5% | 18,511                     | 20,117 | 22,166        | 24,873 | 28,613 |
|                     | 4.0% | 17,928                     | 19,422 | <b>21,316</b> | 23,792 | 27,168 |
|                     | 4.5% | 17,375                     | 18,769 | 20,522        | 22,793 | 25,853 |
|                     | 5.0% | 16,851                     | 18,153 | 19,779        | 21,868 | 24,650 |

Nguồn: HSC

## Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu PVT đã tăng 12% trong 1 tháng qua và 21% trong 3 tháng qua, diễn biến tích cực hơn VN Index. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu được hỗ trợ bởi kỳ vọng giá cho thuê tàu tăng do cuộc tấn công của Mỹ đối với Venezuela, cùng với tâm lý tích cực của nhà đầu tư liên quan đến Nghị quyết số 79-NQ/TW ban hành ngày 6/1/2026. Nghị quyết này nhấn mạnh việc củng cố, nâng cao chất lượng và hiệu quả hoạt động

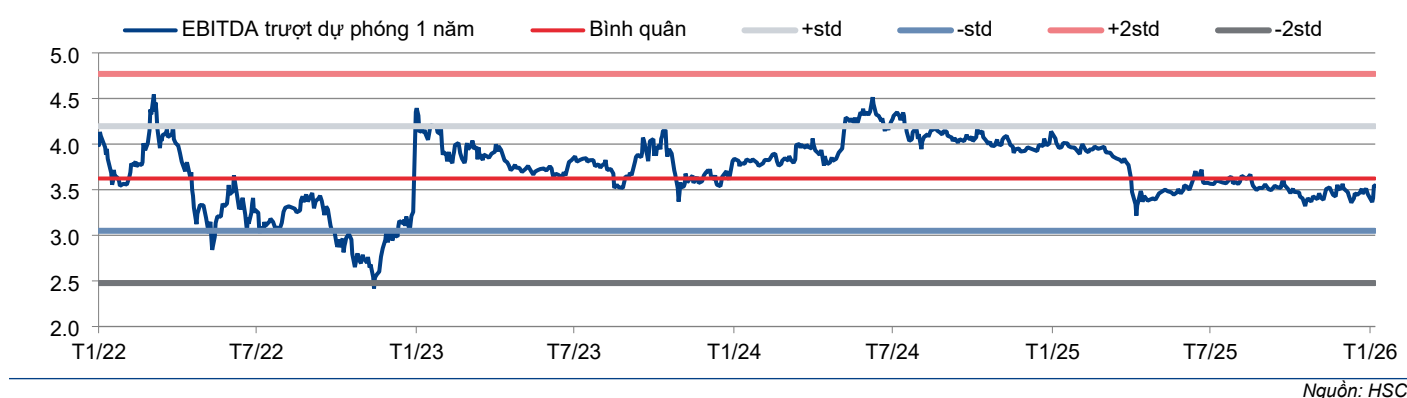
của doanh nghiệp nhà nước, qua đó đóng vai trò động lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế dài hạn. Tuy nhiên, các định hướng chính sách này mang tính cấu trúc và dài hạn, do đó hiệu quả sẽ chỉ dần được hiện thực hóa thông qua quá trình triển khai và thực thi theo thời gian thay vì chuyển hóa ngay thành sự cải thiện tức thời trong KQKD. Bên cạnh đó, tại thời điểm hiện tại, tác động của cuộc tấn công của Mỹ đối với Venezuela lên mặt bằng giá cho thuê tàu vẫn còn hạn chế và chưa rõ ràng.

PVT đang giao dịch ở mức EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 3,5 lần, so với mức bình quân 4 năm ở mức 3,7 lần. Xét theo P/E, cổ phiếu đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,5 lần, so với bình quân 4 năm ở mức 8,6 lần. Theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá hiện tại là hợp lý.

Ở mức EV/EBITDA dự phóng năm 2026 là 3,6 lần, PVT đang giao dịch thấp hơn đáng kể so với trung vị của các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 5,1 lần, trong khi các hệ số P/E và P/B cũng hơi thấp hơn so với nhóm so sánh. Tuy nhiên, mức định giá này là hợp lý khi xét tới ROA và ROE của PVT thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành (Bảng 62).

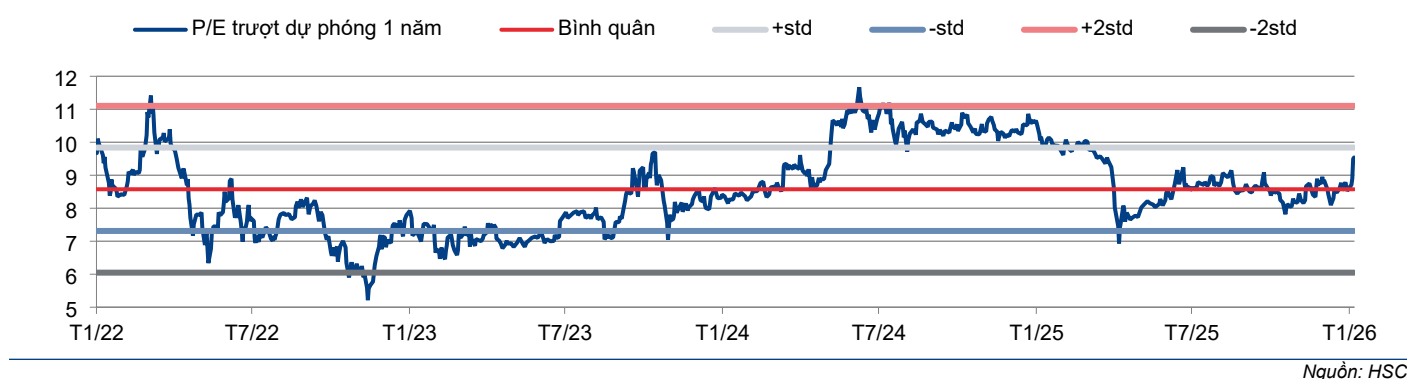
## Biểu đồ 60: EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm, PVT

PVT hiện đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 3,5 lần, sát với bình quân 4 năm ở mức 3,7 lần



## Biểu đồ 61: P/E trượt dự phóng 1 năm, PVT

PVT hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,5 lần, cao hơn một chút so với bình quân 4 năm (8,6 lần)



**Bảng 62: Định giá các doanh nghiệp cùng ngành, PVT**

PVT đang giao dịch với EV/EBITDA năm 2026 là 3,6 lần so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 5,1 lần

| Doanh nghiệp                                   | Mã Bloomberg | Quốc gia   | Vốn hóa (USD) | 2026 P/E    | 2026 P/B   | 2026 EV/EBITDA | 2024 ROA    | 2024 ROE    |
|------------------------------------------------|--------------|------------|---------------|-------------|------------|----------------|-------------|-------------|
| <b>Doanh nghiệp vận tải biển trong khu vực</b> |              |            |               |             |            |                |             |             |
| CSC NANJING TANKER CORPORA-A                   | 601975 CH    | TRUNG QUỐC | 2,058         | 10.2        | 1.2        | 5.0            | 15.9        | 21.0        |
| SOECHI LINES TBK PT                            | SOCI IJ      | INDONESIA  | 245           | N/a         | N/a        | N/a            | 2.7         | 4.2         |
| COSCO SHIPPING SPECIALIZED-A                   | 600428 CH    | TRUNG QUỐC | 2,779         | 10.4        | 1.2        | 8.5            | 3.7         | 8.9         |
| TEMAS TBK PT                                   | TMAS IJ      | INDONESIA  | 634           | N/a         | N/a        | N/a            | 16.1        | 26.3        |
| COSCO SHIPPING HOLDINGS CO-H                   | 1919 HK      | TRUNG QUỐC | 31,998        | 7.3         | N/a        | N/a            | 16.3        | 23.1        |
| GREAT EASTERN SHIPPING CO                      | GESCO IN     | ẤN ĐỘ      | 1,779         | <b>10.3</b> | <b>1.2</b> | <b>5.0</b>     | <b>10.4</b> | <b>16.3</b> |
| <b>Trung vị các doanh nghiệp vận tải</b>       |              |            |               |             |            |                |             |             |
| <b>Doanh nghiệp vận tải biển trong nước</b>    |              |            |               |             |            |                |             |             |
| HAI AN TRANSPORT & STEVEDORI                   | HAH VN       | VIỆT NAM   | 372           | 11.5        | 1.9        | 5.3            | 15.8        | 31.4        |
| <b>Trung vị - tổng thể</b>                     |              |            |               | <b>10.4</b> | <b>1.2</b> | <b>5.1</b>     | <b>15.8</b> | <b>21.0</b> |
| TỔNG CTCP VẬN TẢI DẦU KHÍ                      | PVT VN       | VIỆT NAM   | 336           | <b>9.3</b>  | <b>1.0</b> | <b>3.6</b>     | <b>5.9</b>  | <b>11.3</b> |

Nguồn: HSC

**Rủi ro đối với khuyến nghị và giá mục tiêu của HSC**
**Tiềm năng tăng giá bao gồm:**

- Khả năng ghi nhận lợi nhuận từ việc thanh lý tàu khi các tàu đến tuổi loại bỏ.
- Khả năng ghi nhận lợi nhuận từ việc thoái vốn các công ty con/công ty liên kết. PVT dự kiến thoái vốn tại một số công ty con bao gồm Thăng Long Maritime (chưa niêm yết, PVT sở hữu 100% cổ phần), CTCP Vận tải Xăng dầu Phương Nam (niêm yết, PVT sở hữu 70% cổ phần), CTCP Vận tải Dầu khí Thái Bình Dương (PVP, chưa khuyến nghị, PVT sở hữu 65%) và CTCP Vận tải Sản phẩm Khí Quốc tế (GSP, chưa khuyến nghị, PVT sở hữu 68%), qua đó giảm tỷ lệ sở hữu xuống khoảng 51%. Lưu ý, chúng tôi chưa đưa các giả định thoái vốn này vào dự báo do chưa có đủ thông tin chi tiết; do đó, đây là yếu tố mang lại tiềm năng KQKD thực hiện vượt dự báo.
- Các yếu tố địa chính trị tiềm ẩn có thể đẩy giá cho thuê tàu vượt lên trên mức dự báo hiện tại.
- Việc mở rộng đội tàu mạnh mẽ hơn so với kỳ vọng hoặc giá mua tàu thấp hơn dự báo, khiến chi phí khấu hao thực tế thấp hơn so với ước tính.

**Các rủi ro giảm giá bao gồm:**

- Nguy cơ PVT không còn nhận được sự hỗ trợ từ PVN và các công ty thành viên trong trường hợp PVN thoái vốn PVT. Tuy nhiên, HSC cho rằng rủi ro này khó có khả năng xảy ra trong trung hạn.
- Diễn biến giá cổ phiếu PVT trong thời gian gần đây cũng được hỗ trợ bởi tâm lý tích cực của nhà đầu tư liên quan đến Nghị quyết số 79-NQ/TW ban hành ngày 6/1 như đã đề cập ở trên. Tuy nhiên, HSC cho rằng nghị quyết này không tác động trực tiếp đến HĐKD hay lợi nhuận của PVT mà chủ yếu mang tính định hướng chính sách chung đối với các doanh nghiệp nhà nước. Do đó, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu có thể đối mặt với rủi ro giảm giá trong trường hợp tâm lý nhà đầu tư đảo chiều.
- Nhu cầu vận tải tăng trưởng thấp hơn kỳ vọng có thể dẫn tới tình trạng dư cung đội tàu và khiến giá cho thuê tàu giảm mạnh hơn dự báo.
- Việc hoạt động vận tải qua tuyến Biển Đỏ được nối lại nhanh hơn dự kiến có thể làm giảm nhu cầu vận chuyển tính theo tấn-dặm; đồng thời, khả năng xung đột Nga-Ukraine chấm dứt cũng có thể kéo theo mặt bằng giá cho thuê tàu giảm ở các phân khúc tàu dầu thô, dầu sản phẩm và hàng rời.

## BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)           | 12-23A       | 12-24A       | 12-25F       | 12-26F       | 12-27F       |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu                           | 9,556        | 11,732       | 16,107       | 17,871       | 19,202       |
| Lợi nhuận gộp                       | 1,838        | 2,444        | 2,307        | 2,527        | 2,687        |
| Chi phí BH&QL                       | (423)        | (505)        | (547)        | (607)        | (653)        |
| Thu nhập khác                       | -            | -            | -            | -            | -            |
| Chi phí khác                        | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>EBIT</b>                         | <b>1,415</b> | <b>1,938</b> | <b>1,759</b> | <b>1,920</b> | <b>2,034</b> |
| Lãi vay thuần                       | (95.3)       | (267)        | (243)        | (274)        | (263)        |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK              | 26.4         | 17.0         | 17.8         | 18.7         | 19.7         |
| Lợi nhuận khác                      | -            | -            | -            | -            | -            |
| LN không thường xuyên               | 202          | 180          | 67.2         | 74.6         | 80.2         |
| <b>LNTT</b>                         | <b>1,549</b> | <b>1,868</b> | <b>1,601</b> | <b>1,739</b> | <b>1,871</b> |
| Chi phí thuế TNDN                   | (327)        | (399)        | (320)        | (348)        | (374)        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | (249)        | (376)        | (288)        | (313)        | (337)        |
| LNST không thường xuyên             | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>972</b>   | <b>1,093</b> | <b>993</b>   | <b>1,078</b> | <b>1,160</b> |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>928</b>   | <b>1,056</b> | <b>953</b>   | <b>1,035</b> | <b>1,114</b> |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>2,769</b> | <b>3,737</b> | <b>3,907</b> | <b>4,335</b> | <b>4,658</b> |
| EPS (đồng)                          | 3,005        | 3,217        | 2,404        | 2,295        | 2,469        |
| EPS ĐC (đồng)                       | 2,696        | 3,107        | 2,308        | 2,203        | 2,370        |
| DPS (đồng)                          | 300          | 0            | 300          | 300          | 300          |
| Slg CP bình quân (triệu đv)         | 324          | 340          | 413          | 470          | 470          |
| Slg CP cuối kỳ (triệu đv)           | 324          | 356          | 470          | 470          | 470          |
| Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 324          | 356          | 470          | 470          | 470          |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)  | 12-23A        | 12-24A        | 12-25F        | 12-26F        | 12-27F        |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền & tương đương tiền         | 979           | 1,152         | 1,415         | 2,823         | 4,245         |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 3,486         | 3,357         | 4,792         | 5,317         | 5,713         |
| Phải thu khách hàng             | 1,194         | 1,312         | 1,930         | 2,142         | 2,301         |
| Hàng tồn kho                    | 233           | 331           | 423           | 470           | 505           |
| Các tài sản ngắn hạn khác       | 405           | 496           | 601           | 756           | 812           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>6,297</b>  | <b>6,648</b>  | <b>9,162</b>  | <b>11,507</b> | <b>13,576</b> |
| TSCĐ hữu hình                   | 10,086        | 12,060        | 12,590        | 12,582        | 12,676        |
| TSCĐ vô hình                    | 2.23          | 1.85          | 1.85          | 1.85          | 1.85          |
| Bất động sản đầu tư             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Đầu tư dài hạn                  | 50.7          | 73.0          | 53.0          | 53.0          | 53.0          |
| Đầu tư vào Cty LD,LK            | 155           | 147           | 147           | 147           | 147           |
| Tài sản dài hạn khác            | 899           | 928           | 985           | 1,093         | 1,174         |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>11,192</b> | <b>13,210</b> | <b>13,776</b> | <b>13,877</b> | <b>14,052</b> |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>17,490</b> | <b>19,858</b> | <b>22,938</b> | <b>25,384</b> | <b>27,628</b> |
| Nợ ngắn hạn                     | 1,388         | 1,488         | 1,611         | 1,787         | 1,920         |
| Phải trả người bán              | 794           | 873           | 1,198         | 1,329         | 1,428         |
| Nợ ngắn hạn khác                | 1,070         | 1,152         | 1,582         | 1,755         | 1,886         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>3,392</b>  | <b>3,714</b>  | <b>4,667</b>  | <b>5,178</b>  | <b>5,563</b>  |
| Nợ dài hạn                      | 4,540         | 5,376         | 6,121         | 6,791         | 7,297         |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả     | 64.9          | 63.3          | 86.9          | 96.4          | 104           |
| Nợ dài hạn khác                 | 462           | 316           | 433           | 481           | 516           |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>5,067</b>  | <b>5,754</b>  | <b>6,641</b>  | <b>7,368</b>  | <b>7,917</b>  |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>8,460</b>  | <b>9,469</b>  | <b>11,307</b> | <b>12,546</b> | <b>13,480</b> |
| Vốn chủ sở hữu                  | 6,811         | 7,719         | 8,672         | 9,567         | 10,540        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 2,220         | 2,670         | 2,959         | 3,272         | 3,608         |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>9,030</b>  | <b>10,389</b> | <b>11,631</b> | <b>12,838</b> | <b>14,148</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>17,490</b> | <b>19,858</b> | <b>22,938</b> | <b>25,384</b> | <b>27,628</b> |
| BVPS (đ)                        | 21,044        | 21,682        | 18,454        | 20,357        | 22,428        |
| Nợ thuần/(tiền mặt)             | 4,949         | 5,712         | 6,316         | 5,755         | 4,972         |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng)                     | 12-23A         | 12-24A         | 12-25F         | 12-26F         | 12-27F         |
|--------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| EBIT                                       | 1,415          | 1,938          | 1,759          | 1,920          | 2,034          |
| Khấu hao                                   | (1,354)        | (1,799)        | (2,148)        | (2,415)        | (2,624)        |
| Lãi vay thuần                              | (95.3)         | (267)          | (243)          | (274)          | (263)          |
| Thuế TNDN đã nộp                           | 342            | 299            | 0              | 0              | 0              |
| Thay đổi vốn lưu động                      | (806)          | (746)          | (347)          | (108)          | (81.4)         |
| Khác                                       | (865)          | (1,016)        | (158)          | (180)          | (163)          |
| <b>LCT thuần từ HĐKD</b>                   | <b>1,699</b>   | <b>2,568</b>   | <b>3,829</b>   | <b>4,578</b>   | <b>4,993</b>   |
| Đầu tư TS dài hạn                          | (4,186)        | (3,966)        | (2,678)        | (2,408)        | (2,718)        |
| Góp vốn & đầu tư                           | (4,202)        | (5,547)        | (1,756)        | (1,468)        | (1,351)        |
| Thanh lý                                   | 74.5           | 306            | 0              | 0              | 0              |
| Khác                                       | 3,714          | 5,890          | 0              | 0              | 0              |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>(4,600)</b> | <b>(3,317)</b> | <b>(4,433)</b> | <b>(3,876)</b> | <b>(4,069)</b> |
| Cổ tức trả cho CSH                         | (172)          | (152)          | 0              | (141)          | (141)          |
| Thu từ phát hành CP                        | 57.6           | 141            | 0              | 0              | 0              |
| Tăng/giảm nợ                               | 2,196          | 927            | 867            | 847            | 639            |
| Khác                                       | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>2,082</b>   | <b>916</b>     | <b>867</b>     | <b>706</b>     | <b>498</b>     |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 1,794          | 979            | 1,152          | 1,415          | 2,823          |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>(818)</b>   | <b>166</b>     | <b>263</b>     | <b>1,408</b>   | <b>1,422</b>   |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | 3.85           | 6.50           | 0              | 0              | 0              |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>979</b>     | <b>1,152</b>   | <b>1,415</b>   | <b>2,823</b>   | <b>4,245</b>   |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>(2,487)</b> | <b>(1,398)</b> | <b>1,152</b>   | <b>2,170</b>   | <b>2,275</b>   |

| Các chỉ số tài chính      | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số hoạt động</b>   |        |        |        |        |        |
| Tỷ suất LN gộp (%)        | 19.2   | 20.8   | 14.3   | 14.1   | 14.0   |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%)     | 29.0   | 31.9   | 24.3   | 24.3   | 24.3   |
| Tỷ suất LNT (%)           | 10.2   | 9.32   | 6.16   | 6.03   | 6.04   |
| Thuế TNDN hiện hành (%)   | 21.1   | 21.3   | 20.0   | 20.0   | 20.0   |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 5.62   | 22.8   | 37.3   | 11.0   | 7.45   |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | 14.0   | 34.9   | 4.56   | 11.0   | 7.45   |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%)    | 12.8   | 13.7   | (9.73) | 8.65   | 7.58   |
| Tăng trưởng EPS (%)       | 13.4   | 7.08   | (25.3) | (4.52) | 7.58   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | 12.8   | 15.2   | (25.7) | (4.52) | 7.58   |
| Tăng trưởng DPS (%)       | 0      | (100)  | nm     | 0      | 0      |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 9.98   | 0      | 12.5   | 13.1   | 12.2   |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| ROAE (%)                  | 15.2   | 15.0   | 12.1   | 11.8   | 11.5   |
| ROACE (%)                 | 11.2   | 12.8   | 10.2   | 9.98   | 9.63   |
| Vòng quay tài sản (lần)   | 0.60   | 0.63   | 0.75   | 0.74   | 0.72   |
| Tiềm mặt HD/EBIT (lần)    | 1.20   | 1.32   | 2.18   | 2.38   | 2.45   |
| Số ngày tồn kho           | 11.0   | 13.0   | 11.2   | 11.2   | 11.2   |
| Số ngày phải thu          | 56.5   | 51.5   | 51.1   | 51.0   | 50.9   |
| Số ngày phải trả          | 37.6   | 34.3   | 31.7   | 31.6   | 31.6   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |        |        |        |        |        |
| Nợ thuần*/VCSH (%)        | 73.4   | 74.4   | 73.3   | 60.7   | 47.7   |
| Nợ/tài sản (%)            | 34.2   | 34.7   | 33.9   | 34.0   | 33.6   |
| EBIT/lãi vay (lần)        | 14.8   | 7.25   | 7.23   | 7.01   | 7.74   |
| Nợ/EBITDA (lần)           | 2.16   | 1.85   | 1.99   | 1.99   | 1.99   |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 1.86   | 1.79   | 1.96   | 2.22   | 2.44   |
| <b>Định giá</b>           |        |        |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)        | 1.21   | 1.11   | 0.99   | 0.86   | 0.76   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 4.18   | 3.48   | 4.08   | 3.55   | 3.14   |
| P/E (lần)                 | 6.82   | 6.37   | 8.53   | 8.93   | 8.30   |
| P/E ĐC (lần)              | 7.60   | 6.60   | 8.88   | 9.30   | 8.65   |
| P/B (lần)                 | 0.97   | 0.95   | 1.11   | 1.01   | 0.91   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 1.46   | 0      | 1.46   | 1.46   | 1.46   |

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) 2025.

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](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)