

Tổng CTCP Vận tải Dầu khí (HSX: PVT)

Từ nền tảng vững chãi đến chu kỳ tăng trưởng mới

- Chúng tôi dự phóng lợi nhuận Q3/2026 của PVT đạt 363 tỷ đồng (+38.0% svck), với sự đóng góp từ 3 tàu đầu tư mới trong năm 2026 và nền giá cước cao sẽ hỗ trợ KQKD của PVT tiếp tục khả quan trong những tháng cuối năm.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng giai đoạn 2026-2027 của PVT đạt 1,512 và 1,544 tỷ đồng (+38.2%/+2.1% svck) với động lực chính từ mở rộng đội tàu và giá cước tăng tiến nhờ bối cảnh vĩ mô.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 30,300 VNĐ/cp.

Tóm tắt KQKD 6T2026 và dự phóng Q3/2026

Lũy kế 6T 2026, PVT đạt 9,754 tỷ đồng doanh thu (+37.3% svck) và 898 tỷ lợi nhuận ròng (+76.1% svck). Bên cạnh mảng vận tải cốt lõi tăng trưởng chất lượng, việc quản trị chi phí tài chính hiệu quả cùng khoản thu nhập khác 83 tỷ đồng đã giúp LNTT 6T đạt 1,366 tỷ đồng — tiệm cận mục tiêu lợi nhuận của cả năm 2026 chỉ sau hai quý. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng Q3/2026 PVT đạt 363 tỷ đồng, +38.0% svck. Kết quả tích cực được hỗ trợ bởi đội tàu mở rộng, hiệu suất khai thác được cải thiện và đóng góp ngày càng lớn từ các tàu mới (2 tàu LPG mua mới 2026), trong khi nhu cầu vận tải dầu khí quốc tế tiếp tục duy trì xu hướng thuận lợi.

Điều chỉnh lợi nhuận nhờ mảng vận tải mở rộng trong bối cảnh tái định tuyến vận tải

Với diễn biến căng thẳng khu vực Trung Đông vẫn chưa hoàn toàn hạ nhiệt, giá cước tàu liên tục lập đỉnh, tính tới 09/2026, cước các loại tàu đều đã tăng 2 chữ số so với đầu năm, trong đó 2 tàu cỡ lớn là VLCC và Suezmax tăng lần lượt 67% và 83%. Dù không sở hữu 2 loại tàu cỡ lớn này nhưng PVT vẫn được hưởng lợi từ xu hướng chung. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng 2026-2027 đạt lần lượt 1,512 tỷ (+38.2% svck) và 1,544 tỷ (+2.1% svck), điều chỉnh tăng 23.9%/26.0% so với báo cáo PVT T11/2025 của chúng tôi dựa trên cơ sở giá cước vận tải đã thiết lập mức nền cao mới, đồng thời số lượng tàu tiếp nhận 2025 và nửa đầu 2026 cao hơn lần lượt 2 tàu và 1 tàu so với dự phóng trước đây.

Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 30,300 VNĐ/cp

Giá mục tiêu tăng 37.7% so với báo cáo PVT 11/2025 do (1) Dời định giá đến cuối năm 2026, (2) Điều chỉnh giá cước kỳ vọng theo tình hình vĩ mô và bối cảnh kinh doanh hiện tại và (3) Điều chỉnh số lượng tàu sở hữu năm 2026 tăng từ 66 lên 69 tàu. PVS hiện có mức EV/EBITDA là 4.1x, thấp hơn đáng kể so với mức bình quân 5 năm là 5.0x. Dựa trên định giá và triển vọng kinh doanh của PVT, chúng tôi cho rằng đây là giai đoạn phù hợp để đầu tư vào cổ phiếu PVT.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	11,732	16,013	19,275	19,242
Lợi nhuận ròng	1,093	1,094	1,512	1,544
Tăng trưởng doanh thu thuần	22.8%	36.5%	20.4%	-0.2%
Tăng trưởng LN ròng	12.4%	-5.1%	38.2%	2.1%
Biên LN gộp	20.8%	14.7%	15.4%	13.4%
Biên EBITDA	31.9%	24.9%	20.7%	18.9%
ROAE	15.0%	12.7%	15.9%	9.4%
ROAA	5.9%	4.9%	6.4%	3.9%
EPS (VNĐ/cổ phiếu)	3,216	2,513	3,065	2,008
BVPS (VNĐ/cổ phiếu)	21,682	18,456	20,083	22,548

Nguồn: PVT, MBS Research dự phóng

KHẢ QUAN

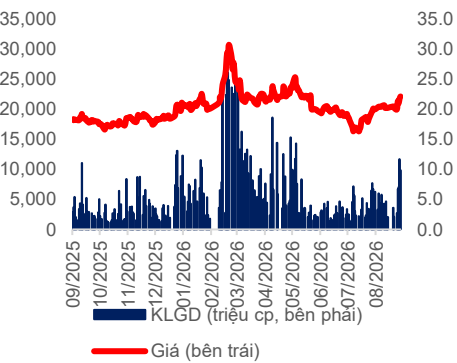
Giá mục tiêu	30,300 VNĐ
Tiềm năng tăng giá	30.6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo:

Điều chỉnh tăng giá mục tiêu từ 22,000 lên 30,300 VNĐ/cp (đã điều chỉnh cổ tức)

Điều chỉnh LN ròng +23.9%/+26.0% năm 2026-2027 so với báo cáo trước đây

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	23,200
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	27,909
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	15,091
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	11,424
P/E (TTM)	8.0
P/B	1.2
Thị suất cổ tức (%)	4.5%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	15.0%

Nguồn: FiinPro

Cơ cấu sở hữu

Tập Đoàn Công Nghiệp – Năng Lượng Quốc Gia Việt Nam (PVN)	51.00%
Ngân hàng TMCP Đại chúng Việt Nam	4.95%

Nguồn: FiinPro

Chuyên viên phân tích

Mai Duy Anh
anh.maiduy@mbs.com.vn

Tổng CTCP Vận tải Dầu khí

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- PVT đang trong quá trình mở rộng đội tàu mạnh mẽ, doanh nghiệp đã nhận 7 tàu năm 2025 và thêm 2 tàu LPG trong Q2/2026, nâng tổng đội tàu lên 68 chiếc với 90% hoạt động quốc tế. Hiện công suất tải của PVT đang duy trì ở mức cao nhờ định tuyến qua Mũi Hảo Vọng kể từ khi cảng thẳng tại Trung Đông leo thang, bù đắp áp lực dư cung tàu chở hóa chất toàn cầu.
- PVT dự báo tiếp tục nắm giữ 100% thị phần vận tải dầu thô và LPG nội địa phục vụ Dung Quất và Nghi Sơn. Dòng tiền ổn định và ít rủi ro từ mảng nội địa đóng vai trò tài trợ đòn bẩy cho kế hoạch CAPEX trẻ hóa đội tàu và chuyển đổi nhiên liệu kép đáp ứng tiêu chuẩn IMO (CII/EEXI).
- Việc duy trì giá cước TC ở mức cao ngăn cản đà sụt giảm doanh thu, bảo vệ dòng tiền mảng vận tải cốt lõi. Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng vận tải PVT đạt 12,204 tỷ đồng năm 2026 – mức cao nhất trong lịch sử hoạt động của PVT.

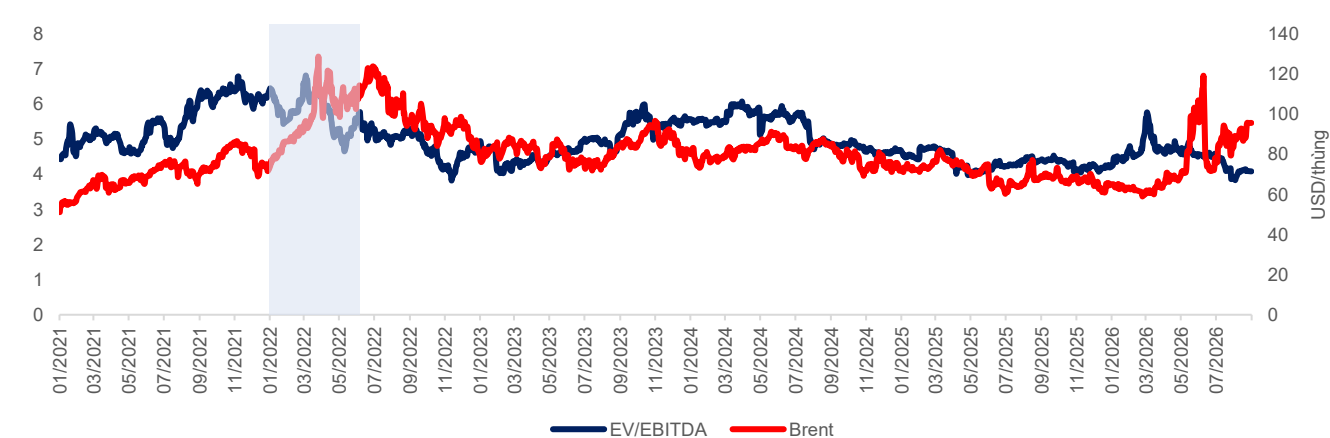
Định giá & Khuyến nghị

Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu 30,300 VNĐ/cổ phiếu đối với PVT dựa trên 2 phương pháp FCFF và EV/EBITDA, tỷ trọng 50%/50%. Chúng tôi sử dụng mức EV/EBITDA mục tiêu 5.0, tham chiếu giai đoạn 01-06/2022 khi giá dầu Brent tăng mạnh lên vùng 120 USD/thùng sau đó hạ nhiệt đôi chút và đi ngang quanh vùng ~100 USD/thùng.

Hình 1: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VNĐ/cổ phiếu)
FCFF	50%	30,700
EV/EBITDA	50%	30,000
Giá mục tiêu		30,300
Giá hiện tại (đóng cửa ngày 05/11/2025)		23,200
Tiềm năng tăng giá		30.6%

Hình 2: EV/EBITDA của PVT và giá dầu Brent



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Hình 3: Dự phóng FCFF

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận sau thuế	1,891	1,931	1,804	1,681	1,731
Chi phí phi tiền mặt	1,457	1,511	1,623	1,638	1,640
Chi phí lãi vay sau thuế	342	392	424	461	495
Đầu tư VLĐ	289	58	-1	18	5
Đầu tư TSCĐ	(1,942)	(1,982)	(3,479)	(2,675)	(1,616)
FCFF	2,036	1,909	370	1,122	2,255

Hình 4: Định giá theo FCFF

(+) Giá trị hiện tại của FCFF 2026-2030	Tỷ VNĐ	6,358
(+) Giá trị hiện tại của của giá trị DN năm cuối chu kỳ	Tỷ VNĐ	13,421
(+) Tiền và tương đương tiền	Tỷ VNĐ	7,160
(-) Nợ	Tỷ VNĐ	7,959
(-) Lợi ích thiểu số	Tỷ VNĐ	3,131
Giá trị doanh nghiệp	Tỷ VNĐ	15,849
Số lượng cổ phiếu	Triệu cp	517
Giá trị cổ phiếu	VND/cp	30.66

Rủi ro giảm giá:

- Địa chính trị hạ nhiệt đột ngột khiến Kênh đào Suez mở cửa trở lại, giải phóng công suất tàu và kéo giá cước điềm giảm mạnh.
- Chi phí dịch vụ thuê ngoài, quản lý tàu, logistics quốc tế và chi phí lên đà/bảo dưỡng cho các tàu cũ gia tăng đáng kể có thể làm bào mòn biên lợi nhuận ngắn hạn.

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Công ty	Mã	Vốn hóa (tr USD)	P/E (x)	P/B (x)	ROA%		ROE (%)	
			TTM	Hiện tại	2026F	2027F	2026F	2027F
CTCP Vận tải Xăng dầu Vitaco	VTO VN Equity	32	4.6	0.7	10.5	10.8	14.0	14.5
Nanjing Tanker Corp	601975 CH Equity	3,244	14.1	1.8	13.1	14.1	14.7	15.5
Yinson Holdings Bhd	YNS MK Equity	1,541	9.1	1.1	4.1	3.0	11.1	11.5
Shipping Corp of India Ltd	SCI IN Equity	1,369	8.1	1.5	14.0	14.5	21.0	21.5
Frontline Ltd	FRO US Equity	10,960	7.4	3.5	12.0	7.8	23.0	17.6
Trung Bình			8.6	1.7	10.8	10.0	16.8	16.1
PVTrans	PVT VN Equity	439	8.0	1.2	6.4	3.9	15.9	9.4

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

KQKD Q2/2026 và 6T2026: Tăng trưởng quy mô doanh thu đi kèm mở rộng biên lợi nhuận

Kết quả kinh doanh Q2/2026 và 6T2026 của PVT

Hình 6: Kết quả kinh doanh Q2/2026 và 6T26 (Đơn vị: tỷ đồng)

Chỉ số KQKD	Q2/2026	%svck	6T26	%svck	%Dự phóng 2026	Đánh giá
Doanh thu	5,577	29.3%	9,754	37.3%	50.6%	Doanh thu tăng trưởng vượt trội so với cùng kỳ chủ yếu nhờ sự đóng góp từ mảng Vận tải và Thương mại.
Dịch vụ vận tải	3,252	36.9%	6,051	31.4%	49.6%	Doanh thu vận tải tăng trưởng nhờ vào sự đóng góp từ các tàu đầu tư mới và tăng giá cước định hạn trong nửa đầu năm 2026.
FSO/FPSO	143	-4.8%	282	-6.9%	43.8%	
Thương mại & khác	2,183	44.0%	3,422	82.7%	53.2%	
Lợi nhuận gộp	990	66.1%	1,603	47.2%	54.0%	
Biên lợi nhuận gộp	17.8%	+4.0 đpt	16.4%	+1.1 đpt		Biên lợi nhuận gộp cải thiện chủ yếu đến từ mảng vận tải. Trong khi đó, 2 mảng kinh doanh còn lại chứng kiến sự sụt giảm biên lợi nhuận gộp.
Dịch vụ vận tải	28.5%	+7.5 đpt	24.4%	+4.5 đpt		Giá cước tanker đang tăng với tốc độ nhanh hơn các chi phí thuê ngoài, chi phí logistics kể từ sau căng thẳng tại Trung Đông đã giúp biên lợi nhuận vận tải cải thiện đáng kể.
FSO/FPSO	34.1%	-21.3 đpt	30.7%	-15.5 đpt		Giá cước FSO/FPSO không được điều chỉnh theo cước tàu do bản chất hoạt động theo hợp đồng dài hạn của FSO/FPSO. Tuy nhiên, định biên chi phí cố định tăng cao đã làm suy giảm biên lợi nhuận gộp của mảng kinh doanh này.
Thương mại & khác	0.7%	-0.4 đpt	1.2%	-0.6 đpt		
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	104	-15.0%	225	3.3%	50.8%	
Thu nhập tài chính	85	1.3%	175	15.1%	51.0%	
Chi phí tài chính	138	-1.9%	280	2.0%	65.3%	
Thu nhập khác ròng	-1	-94.1%	-2	-91.2%		
Lợi nhuận trước thuế	866	98.6%	1,366	75.1%	57.6%	
Lợi nhuận sau thuế	706	96.2%	1,094	71.7%	57.9%	
Lợi nhuận ròng	579	96.3%	898	76.1%	59.4%	Lợi nhuận ròng bứt phá mạnh mẽ chủ yếu đến từ lực kéo của mảng dịch vụ vận tải khi cả doanh thu và biên lợi nhuận gộp đều tăng trưởng tích cực svck.

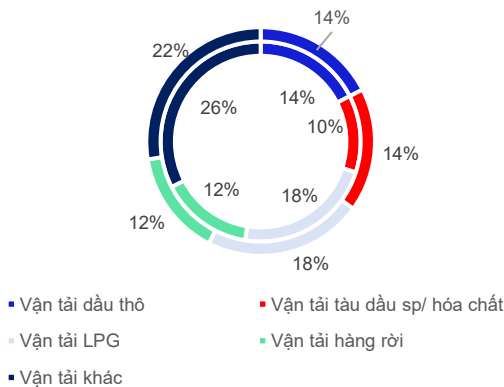
Nguồn: PVT, MBS Research

Sau nửa đầu năm 2026 khởi sắc – doanh thu thuần đạt 9,754 tỷ đồng (+37.3% svck) và lợi nhuận trước thuế 1,366 tỷ đồng (+75% svck), tương đương gần 90% kế hoạch lợi nhuận cả năm 2026. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng Q3/2026 của công ty đạt 363 tỷ đồng, (-34% Qoq, +38% svck). Quan điểm của chúng tôi là giá cước vận tải vẫn tiếp tục neo ở vùng cao, tuy nhiên các chi phí vận hành và thuê ngoài đã bắt đầu có dấu hiệu tăng khá nhanh, khiến biên lợi nhuận gộp khó duy trì được ở mức 6 tháng đầu năm.

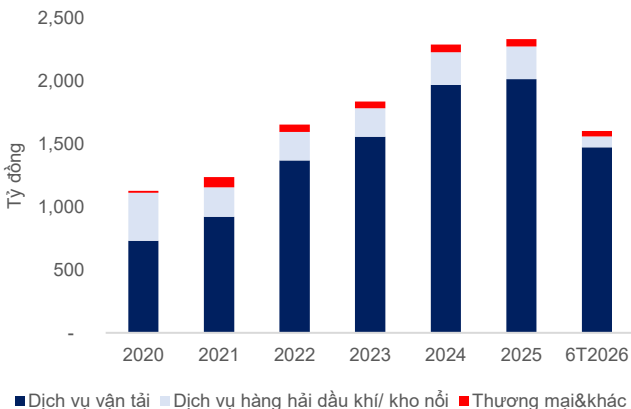
Dù vậy, con số này vẫn đưa lũy kế 9 tháng đầu năm của PVT vượt xa kế hoạch lợi nhuận sau thuế cả năm 1,200 tỷ đồng mà công ty đặt ra cho Năm 2026. Theo đó, chúng tôi ước tính 9T/2026 PVT đạt 1,235 tỷ đồng lợi nhuận,

tăng khoảng 59.7% svck, phản ánh rõ hơn tác động tích cực của quá trình mở rộng và trẻ hóa đội tàu lên kết quả kinh doanh.

Hình 7: Tỷ trọng doanh thu mảng vận tải của PVT 6T25 và 6T26

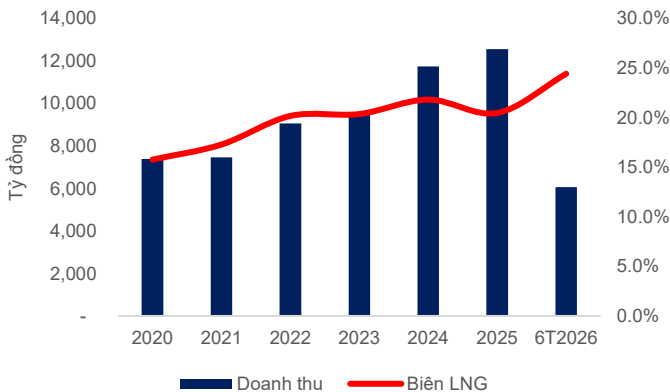


Hình 8: Cơ cấu lợi nhuận gộp của PVT



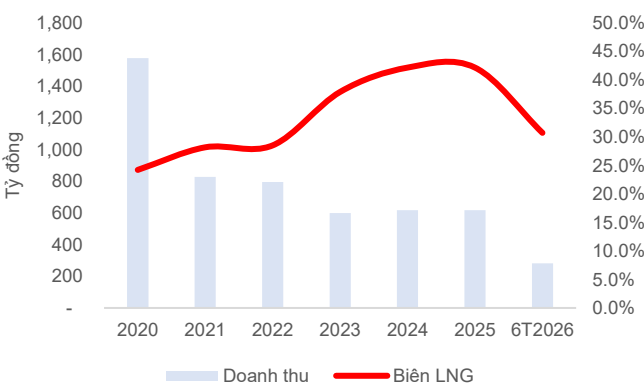
Vòng trong: 6T2025; vòng ngoài: 6T2026
Nguồn: PVT, MBS Research

Hình 9: Doanh thu và Biên lợi nhuận gộp mảng dịch vụ vận tải



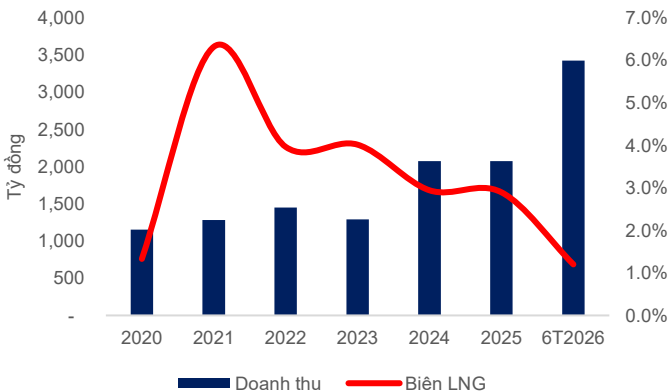
Nguồn: PVT, MBS Research

Hình 10: Doanh thu và Biên lợi nhuận gộp mảng FSO/FPSO



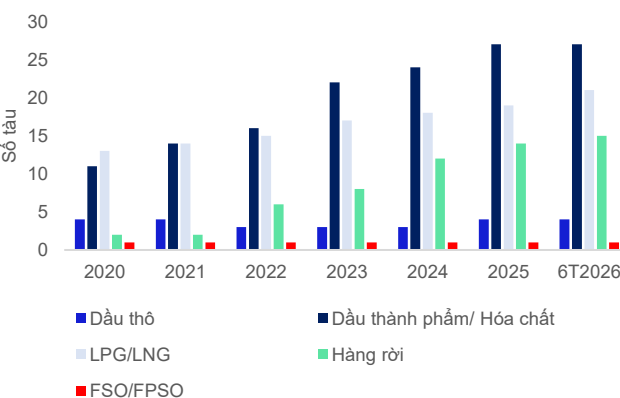
Nguồn: PVT, MBS Research

Hình 11: Doanh thu và Biên lợi nhuận gộp mảng Thương mại & khác



Nguồn: PVT, MBS Research

Hình 12: Cơ cấu đội tàu của PVT



Nguồn: PVT, MBS Research

PVT được hưởng lợi từ nền giá cước vận tải neo cao kể từ sau căng thẳng tại Trung Đông

Hình 13: Điều chỉnh dự phóng KQKD của PVT 2026-2027

Các tiêu chí KQKD	2025	2026F	% thay đổi dự phóng	% svck	2027F	% thay đổi dự phóng	% svck	Đánh giá
Số lượng tàu	65	69	4.5%	6.2%	72	1.4%	4.3%	
Giá cước bình quân vận tải dầu thô (USD/ngày)	46,531	55,837	35.2%	20.0%	54,720	31.8%	-2.0%	Xung đột tại Eo biển Hormuz đã tái định hình lại mặt bằng giá cước vận tải dầu thô ở một mức cao hơn so với dự phóng ở báo cáo PVT 11/2025.
Giá cước bình quân vận tải dầu thành phẩm (USD/ngày)	26,730	27,930	5.0%	4.5%	28,208	5.0%	1.0%	
Giá cước bình quân vận tải LPG (USD/ngày)	12,643	13,908	-7.6%	10.0%	13,630	-9.9%	-2.0%	Nhu cầu vận chuyển LPG và LNG nội địa có phần thấp hơn so với dự phóng trong báo cáo PVT 11/2025 và sản lượng nhập khẩu LNG thấp hơn dự kiến. Do đó chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng giá cước giai đoạn 2026-2027.
Doanh thu	16,013	19,275	23.8%	20.3%	19,242	18.3%	-0.2%	
Dịch vụ vận tải	9,857	12,204	16.8%	23.8%	12,295	9.4%	0.7%	Doanh thu vận tải tăng trưởng song hành cùng giá cước tàu tăng trưởng khá quan kể từ đầu năm 2026 do căng thẳng tại Trung Đông.
- Vận tải dầu thô	2,235	2,698	31.0%	20.7%	2,692	30.0%	-0.2%	Điều chỉnh tăng trưởng doanh thu để phản ánh mức tăng giá cước vận tải dầu thô.
- Vận tải dầu thành phẩm	1,951	2,636	-33.5%	35.1%	2,425	-43.4%	-8.0%	Điều chỉnh giảm 2 tàu dầu thành phẩm so với báo cáo trước đây để phản ánh tình hình đầu tư thực tế của PVT.
- Vận tải LPG	2,874	3,428	27.2%	19.3%	3,545	17.9%	3.4%	
- Vận tải hàng rời	1,916	2,322	45.0%	21.1%	2,504	44.4%	7.8%	
FSO/FPSO	617	644	0.0%	4.4%	649	3.7%	0.8%	
Thương mại & khác	2,073	6,426	43.7%	210.0%	6,298	43.7%	-2.0%	PVT hiện đã gia tăng quy mô phục vụ trên nhiều tuyến mới cũng như đáp ứng lượng khách hàng lớn, chủ động đẩy mạnh việc mở rộng các hợp đồng mua bán và làm trung gian thương mại. Từ đó thiết lập 1 mặt bằng doanh thu mới cho mảng Thương mại.
Lợi nhuận gộp	2,336	2,971	13.1%	27.2%	2,572	-9.0%	-13.4%	
Biên lợi nhuận gộp	14.6%	15.4%	-1.5 đpt	0.8 đpt	13.4%	-4.0 đpt	-2.0 đpt	Biên lợi nhuận năm 2026 được mở rộng svck nhờ vào giá cước mảng vận tải gia tăng nhanh chóng. Tuy nhiên, bước sang 2027, đà tăng của giá cước khó có thể duy trì ở tốc độ hiện tại, bên cạnh đó, chi phí dịch vụ thuê ngoài và vận hành đội tàu (nhiên liệu, bảo hiểm, dịch vụ kỹ thuật) cùng với chi phí bảo dưỡng và lên đà sửa chữa (dry-docking) tăng theo lịch đăng kiểm định kỳ khi đội tàu mở rộng nhanh, đã ăn mòn phần biên tăng thêm từ giá cước và làm suy giảm biên lợi nhuận gộp 2027.
Dịch vụ vận tải	20.5%	21.2%	-0.7 đpt	0.7 đpt	17.9%	-4.2 đpt	-3.3 đpt	
FSO/FPSO	42.1%	30.2%	-13.0 đpt	-11.9 đpt	30.0%	-13.4 đpt	-0.2 đpt	
Thương mại & khác	2.9%	2.9%	1.5 đpt	0.0 đpt	2.9%	1.5 đpt	0.0 đpt	

Chi phí bán hàng & quản lý DN	543	443	-14.5%	-18.4%	443	-26.0%	0.0%	Mặt bằng lãi suất đi vay của PVT thấp hơn đáng kể so với dự phóng trước đây của chúng tôi. Do đó chúng tôi điều chỉnh giảm chi phí tài chính để phản ánh sát hơn thực tế chi phí đi vay của doanh nghiệp.
Thu nhập tài chính	308	343	-3.9%	11.4%	342	-13.4%	0.0%	
Chi phí tài chính	435	429	-28.5%	-1.4%	491	-34.1%	14.4%	
Thu nhập khác ròng	93	40	81.8%	-57.0%	50	117.4%	25.0%	Lợi nhuận ròng của PVT được điều chỉnh tăng để phản ánh nền giá cước vận tải mới trong bối cảnh hiện nay và số tàu thực tế của PVT đầu tư mới cao hơn so với báo cáo 11/2025 dự phóng.
Lợi nhuận trước thuế	1,654	2,372	24.0%	43.4%	2,422	26.1%	2.1%	
Lợi nhuận sau thuế	1,329	1,891	24.1%	42.3%	1,931	26.1%	2.1%	
Lợi nhuận ròng	1,038	1,512	23.9%	45.7%	1,544	26.0%	2.1%	Nguồn: PVT, MBS Research

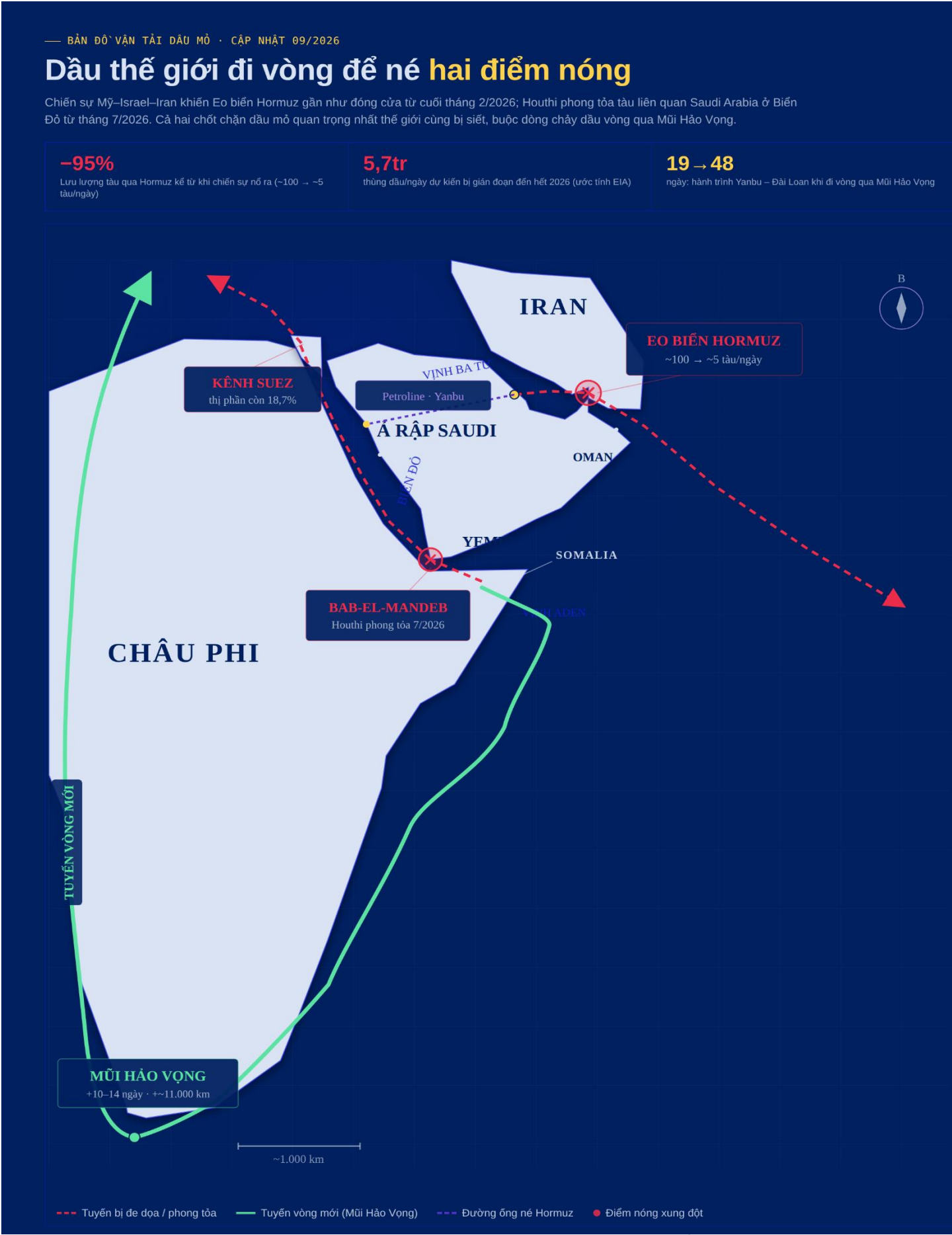
Mở rộng đội tàu song hành cùng công suất hoạt động đạt mức cao nhờ tái định tuyến vận chuyển

PVT đang đẩy nhanh tốc độ đầu tư đội tàu: từ 58 tàu cuối 2024 lên 65 tàu cuối 2025 (đầu tư 7 tàu, ~137 triệu USD), và tiếp tục mở rộng lên 68 tàu tính đến 8/2026 (thêm 2 tàu LPG và 1 tàu hàng rời PVT Opal), tổng trọng tải gần 2.1 triệu DWT. Cơ cấu đội tàu cũng dịch chuyển rõ sang các phân khúc quốc tế hóa cao: LPG (21 tàu) và hóa chất (19 tàu) tăng mạnh nhất, giảm phụ thuộc vào một thị trường/khách hàng đơn lẻ. Thuận lợi hiện tại đến từ yếu tố thị trường: gián đoạn tuyến Biển Đỏ/Suez (lượt tàu qua Suez đầu 2026 vẫn thấp hơn 60% so với 2023, gã khổng lồ hàng hải Maersk hiện cũng đã phải chuyển tuyến đi qua Mũi Hảo Vọng) kéo dài hải trình toàn cầu, hỗ trợ giá cước dù áp lực dư cung tàu vẫn hiện hữu ở một số phân khúc tanker. Đáng chú ý, 2 tàu LPG được PVT nhận đúng thời điểm tháng 4-5/2026 trùng với đợt giá LPG quốc tế tăng mạnh do gián đoạn qua eo Hormuz – cho thấy sự trùng khớp thuận lợi giữa thời điểm mở rộng đội tàu và chu kỳ thị trường giúp hỗ trợ cho kết quả kinh doanh.

Hình 14: Quy mô đội tàu của PVT

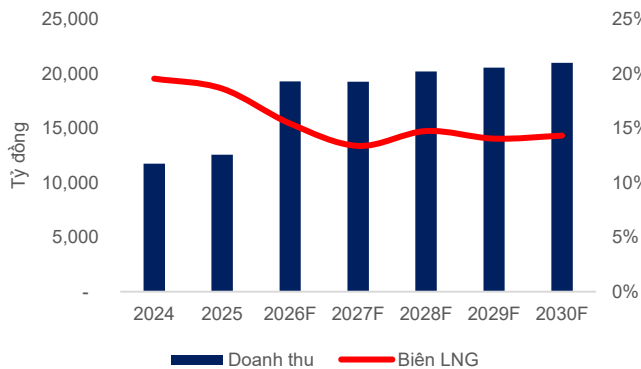


Hình 15: Tái định tuyến vận tải kể từ các cuộc xung đột tại khu vực Trung Đông



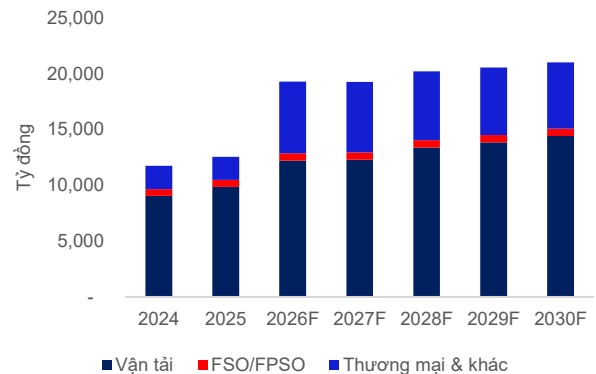
Nguồn: CNBC, S&P Global, EIA, MBS Research

Hình 16: Dự phóng tổng doanh thu và biên lợi nhuận gộp của PVT



Nguồn: PVT, MBS Research

Hình 17: Doanh thu từng mảng hoạt động của PVT



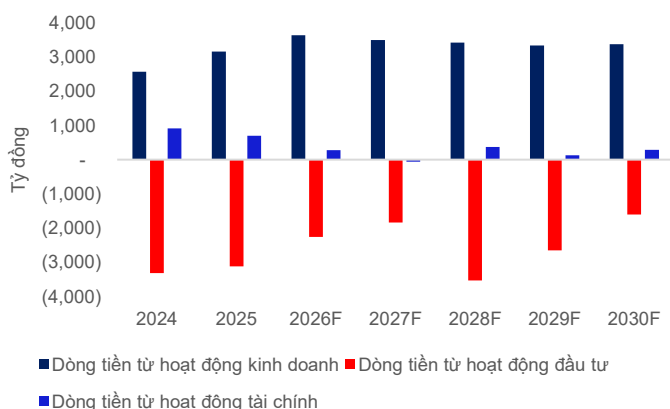
Nguồn: PVT, MBS Research

Nền tảng dòng tiền ổn định đảm bảo cho kế hoạch phát triển đội tàu

Vị thế độc quyền vận tải dầu thô/LPG nội địa (100% thị phần, phục vụ Dung Quất và Nghi Sơn) tạo dòng tiền hoạt động ổn định, là nền tảng để PVT triển khai chiến lược tài trợ vốn cho chu kỳ đầu tư đội tàu lớn sắp tới. Năm 2026, PVT đặt kế hoạch tổng vốn đầu tư công ty mẹ 3,858 tỷ đồng, trong đó 3,445 tỷ đồng cho phát triển đội tàu và 382 tỷ đồng góp vốn vào các đơn vị thành viên. Cơ cấu nguồn vốn dự kiến gồm hơn 1,446 tỷ đồng vốn chủ sở hữu và trên 2,411 tỷ đồng vốn vay, tương ứng tỷ lệ vay chiếm khoảng 62.5% tổng nhu cầu đầu tư – cao hơn đáng kể so với các giai đoạn trước, phản ánh việc dòng tiền tự do từ hoạt động cốt lõi không đủ tài trợ toàn bộ CAPEX cho quy mô mở rộng lần này. Ban lãnh đạo định hướng dùng dòng tiền ổn định từ mảng nội địa làm cơ sở đảm bảo khả năng trả nợ, qua đó cho phép công ty chủ động sử dụng đòn bẩy tài chính để đẩy nhanh tốc độ đầu tư mà không phụ thuộc hoàn toàn vào tích lũy nội bộ.

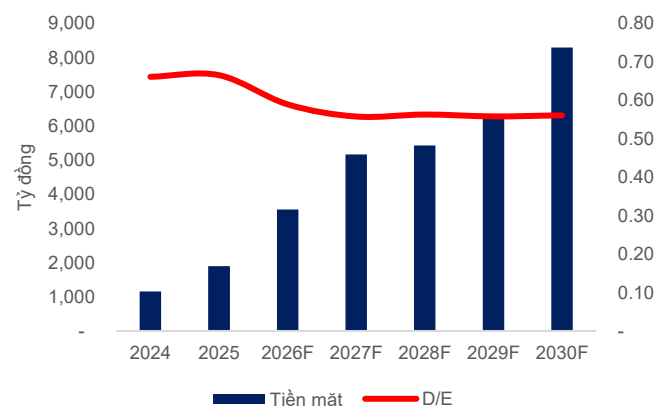
Với tổng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dự kiến đạt 17,273 tỷ đồng, trong khi dòng tiền chi ra cho hoạt động đầu tư ước tính 11,888 tỷ đồng, PVT hầu như không bị phụ thuộc quá nhiều vào vốn vay để mở rộng kinh doanh. Đi kèm đó là lượng tiền mặt dồi dào, dự kiến đạt 8,290 tỷ đồng vào năm 2030. Từ đó tạo cơ sở để PVT duy trì tỷ lệ đòn bẩy tài chính ở mức ổn định và thấp hơn so với giai đoạn 2024-2025.

Hình 18: Dự phóng dòng tiền của PVT



Nguồn: PVT, MBS Research

Hình 19: Ước tính tỷ lệ đòn bẩy (D/E) và lượng tiền mặt của PVT



Nguồn: PVT, MBS Research

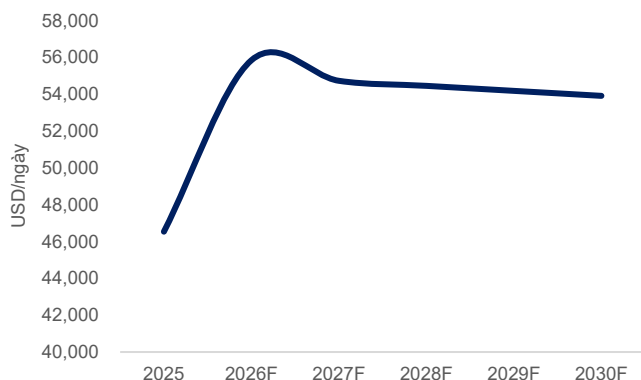
Triển vọng kinh doanh của PVT ở từng mảng vận tải

Vận tải dầu thô

Cước thuê tàu Aframax quốc tế của PVT được dự phóng tăng mạnh từ 46,531 USD/ngày (2025) lên 55,837 USD/ngày (2026F, +20% svck), phản ánh ảnh hưởng của căng thẳng tại Eo Hormuz và tuyến vận chuyển dầu Nga tiếp tục kéo dài trong nửa đầu năm. Từ 2027F, cước được giả định điều chỉnh giảm nhẹ và đi ngang quanh 53,900-54,720 USD/ngày (-0.5%/năm) khi nguồn cung dầu toàn cầu tăng thêm 1.5-2.0 triệu thùng/ngày (OPEC+ nới sản lượng, Mỹ/Brazil/Guyana tăng khai thác) làm hạ nhiệt thị trường tanker quốc tế. Đơn giá vận tải dầu thô nội địa (theo hợp đồng dài hạn với BSR) cũng được giả định tăng tương ứng 20% trong 2026F rồi chỉ tăng 1-2%/năm giai đoạn 2027-2030F — biến động thấp hơn nhiều so với cước quốc tế do đặc thù hợp đồng ổn định, ít theo thị trường giao ngay.

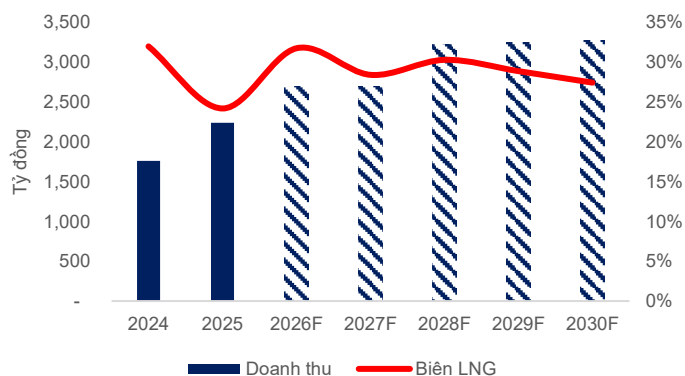
Ở cấp độ doanh nghiệp, doanh thu mảng dầu thô của PVT dự phóng tăng từ 2,235 tỷ đồng (2025) lên 2,698 tỷ đồng (2026F, +20.7% svck) nhờ đội tàu Aframax tăng từ 3 lên 4 chiếc, trước khi đi ngang quanh 2,690-2,700 tỷ đồng trong 2027F rồi bứt lên 3,200-3,270 tỷ đồng giai đoạn 2028-2030F khi PVT nhận thêm tàu thứ 5. Biên lợi nhuận gộp phục hồi mạnh từ 24.2% (2025) lên 31.7% (2026F) nhờ cước quốc tế neo cao theo diễn biến Hormuz, sau đó điều chỉnh về vùng 27-30% giai đoạn 2027-2030F khi nguồn cung dầu toàn cầu nới lỏng làm hạ nhiệt cước thuê định hạn. Tỷ trọng đóng góp lợi nhuận gộp của mảng này trong tổng LNG toàn công ty tăng đáng kể, từ ~24% (2024-2025) lên 31-35% giai đoạn 2026-2028F, phản ánh vai trò ngày càng lớn của dầu thô trong cơ cấu lợi nhuận.

Hình 20: Ước tính cước tàu vận tải dầu thô của BSR



Nguồn: PVT, MBS Research

Hình 21: Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng vận tải dầu thô



Nguồn: PVT, MBS Research

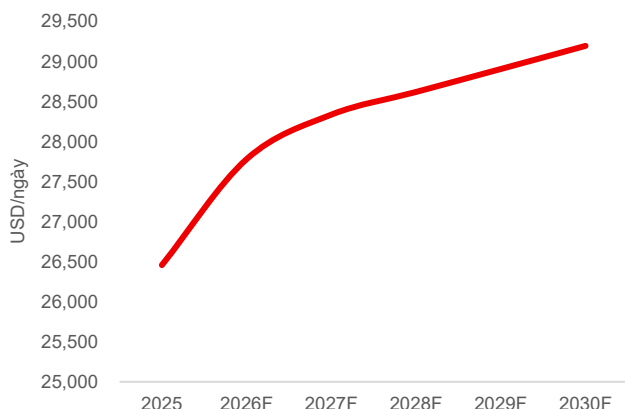
Vận tải dầu thành phẩm/hóa chất

Cước tham chiếu Handysize quốc tế - được sử dụng như tham chiếu cho cước vận tải mảng dầu thành phẩm/hóa chất của BSR, đi ngang ở mức 26,457 USD/ngày trong 2024-2025, dự phóng tăng lên 27,780 USD/ngày (2026F, +5%) rồi tăng chậm dần chỉ 1-2%/năm đến 2030F (~29,194 USD/ngày) — phản ánh quan điểm thận trọng trước áp lực dư cung MR/LR2 toàn cầu (đội tàu dự báo +6.4% DWT trong khi nhu cầu chỉ +1.0-1.9%). Đơn giá vận tải nội địa/khu vực của PVT biến động mạnh hơn nhiều: giảm 12% năm 2024, phục hồi 4,5% năm 2025, và dự phóng bật tăng 10% trong 2026F trước khi gần như đi ngang (+0,2%/năm) giai đoạn 2027-2030F — cho thấy phần lớn kỳ vọng tăng giá được dồn vào ngay năm 2026F.

Doanh thu mảng này dự báo biến động khá mạnh khi giảm từ 3,608 tỷ đồng (2024) xuống 1,951 tỷ đồng (2025) do tái cơ cấu tuyến khai thác, sau đó phục

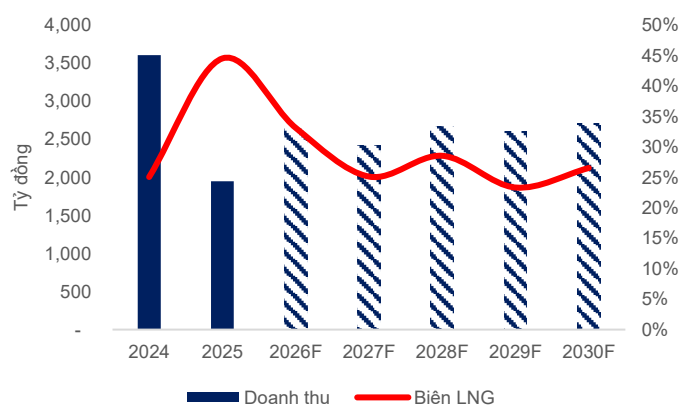
hồi lên 2,636 tỷ đồng (2026F, +35.1% svck) rồi dao động quanh 2,400-2,700 tỷ đồng đến 2030F khi đội tàu tăng đều từ 27 lên 31 chiếc. Biên lợi nhuận gộp là điểm cần lưu ý: đạt đỉnh bất thường 44.5% năm 2025, sau đó dự phóng điều chỉnh mạnh về 33.1% (2026F) rồi tiếp tục giảm còn 25.1% (2027F) trước khi dao động bình ổn quanh 23-29% giai đoạn 2028-2030F — phản ánh áp lực dư cung MR/LR2 toàn cầu bắt đầu ảnh hưởng đến biên lợi nhuận dù PVT chủ yếu khai thác nội địa/khu vực. Tỷ trọng đóng góp LNG gộp giảm từ ~38% (2024-2025) xuống 26-32% giai đoạn 2026-2030F, nhường chỗ cho mảng dầu thô và LPG.

Hình 22: Ước tính giá cước vận tải mảng dầu thành phẩm/hóa chất



Nguồn: PVT, MBS Research

Hình 23: Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng vận tải dầu thành phẩm/hóa chất



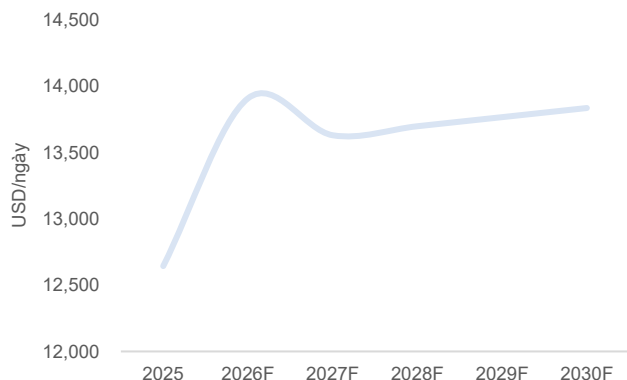
Nguồn: PVT, MBS Research

Vận tải LPG & LNG

Cước tàu LPG dự phóng phục hồi từ 12.643 USD/ngày (2025, -18,4% svck) lên 13.908 USD/ngày (2026F, +10%), nhờ nhu cầu LPG quốc tế tăng mạnh và nút thắt nguồn cung tại Mỹ (Enterprise Neches River Phase 2) được gỡ bỏ, trước khi ổn định quanh 13.600-13.800 USD/ngày giai đoạn 2027-2030F (+0,5%/năm). Đáng chú ý, mức tăng cước dự phóng khiêm tốn hơn đáng kể so với tốc độ tăng khối lượng thương mại LPG toàn cầu (+16,9% theo Clarksons cho 2026) — giả định mô hình khá thận trọng, chưa phản ánh hết khả năng cước bứt phá nếu nhu cầu vượt kỳ vọng.

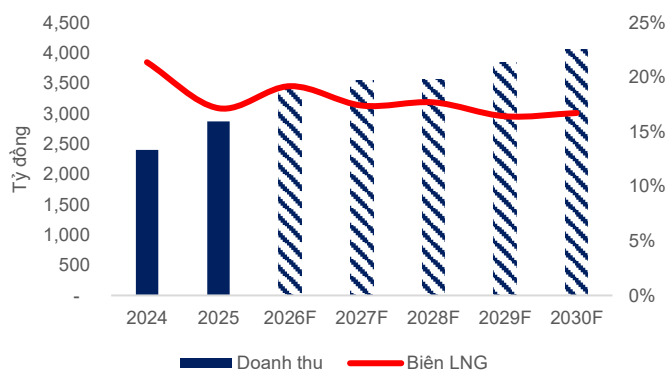
Đây là mảng có quỹ đạo tăng trưởng dự kiến ổn định và rõ nét nhất trong các mảng vận tải: doanh thu tăng liên tục từ 2,874 tỷ đồng (2025) lên 3,428 tỷ đồng (2026F, +19.3% svck), rồi tiếp tục lên 4,056 tỷ đồng vào 2030F, song hành với đội tàu mở rộng từ 19 lên 26 chiếc giai đoạn 2025-2030F. Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ từ 17.2% (2025) lên 19.2% (2026F) nhờ nhu cầu LPG quốc tế tăng mạnh (Clarksons dự báo +16.9% khối lượng thương mại 2026) và 2 tàu mới nhận đúng chu kỳ giá tăng do gián đoạn Hormuz, trước khi ổn định quanh 16-18% các năm sau. Tỷ trọng đóng góp LNG gộp tăng dần từ ~22% (2024-2025) lên 24-26% giai đoạn 2027-2030F, củng cố vị thế là một trong hai mảng trụ cột (cùng dầu thô) cho tăng trưởng lợi nhuận dài hạn của PVT.

Hình 24: Ước tính giá cước vận tải mặng LPG/LNG



Nguồn: PVT, MBS Research

Hình 25: Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp mặng vận tải LPG & LNG



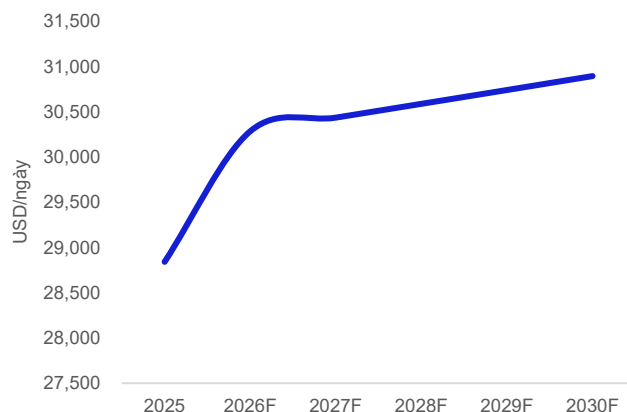
Nguồn: PVT, MBS Research

Vận tải hàng rời

Đây là mặng có cước biến động mạnh nhất theo dự báo của chúng tôi khi tăng vọt từ 14,513 USD/ngày (2023) lên 23,461 USD/ngày (2024, +71.8%) và 28,841 USD/ngày (2025, +25.3%) theo đà phục hồi của BDI, dự phóng tiếp tục tăng lên 30,283 USD/ngày (2026F, +5%) rồi gần như đi ngang giai đoạn 2027-2030F (~30,400-30,900 USD/ngày, +0.5%/năm). Mức tăng chậm lại phản ánh quan điểm cước đã phản ánh phần lớn đà phục hồi từ nhu cầu bauxite và tuyến Simandou, khó duy trì tốc độ tăng đột biến như giai đoạn 2024-2025 trong dài hạn.

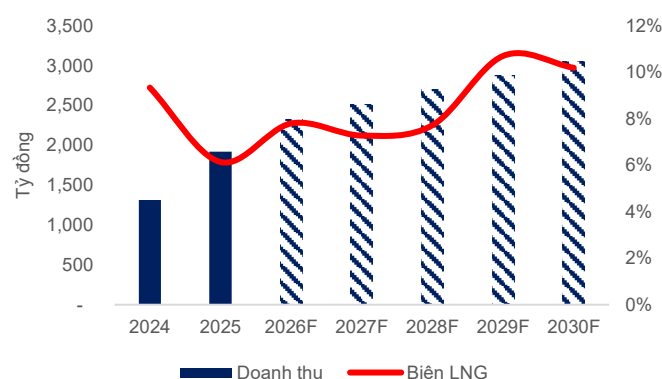
Doanh thu mặng hàng rời tăng trưởng nhanh nhất về tốc độ trong cơ cấu PVT: từ 1.916 tỷ đồng (2025) lên 2.322 tỷ đồng (2026F, +21,2% svck) và tiếp tục lên 3.051 tỷ đồng vào 2030F, phản ánh đội tàu tăng nhanh nhất (14→20 chiếc giai đoạn 2025-2030F) dù quy mô tuyệt đối vẫn nhỏ nhất trong 5 mặng. Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ mức thấp 6,1% (2025) lên 7,8% (2026F) nhờ đà phục hồi chung của BDI (+108% svck tính đến 20/02/2026), sau đó tăng tốc rõ rệt lên 10,7-10,2% giai đoạn 2029-2030F khi hiệu suất khai thác đội tàu mới được tối ưu hóa. Tỷ trọng đóng góp LNG gộp tăng đáng kể, từ ~5% (2024-2025) lên 7-8% (2026-2028F) và vọt lên 11% (2029-2030F) — mức tăng tỷ trọng nhanh nhất trong 5 mặng, dù biên lợi nhuận vẫn thấp nhất.

Hình 26: Ước tính giá cước vận tải mặng hàng rời



Nguồn: PVT, MBS Research

Hình 27: Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp mặng vận tải hàng rời



Nguồn: PVT, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2024	2025	2026F	2027F	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	11,732	16,013	19,275	19,242	LN trước thuế	1,868	1,654	2,372	2,422
Giá vốn hàng bán	(9,288)	(13,665)	(16,304)	(16,670)	Khấu hao	1,799	2,191	1,457	1,511
Lợi nhuận gộp	2,444	2,347	2,971	3,079	Thuế đã nộp	(299)	(325)	(482)	(492)
Chi phí quản lý DN	(489)	(530)	(424)	(423)	Các khoản điều chỉnh khác	370	416	-	-
Chi phí bán hàng	(17)	(14)	(19)	(19)	Thay đổi VLD	(1,169)	-	289	58
LN từ HĐKD	1,938	1,804	2,527	2,636	LCTT từ HĐKD	2,568	3,937	3,636	3,499
EBITDA thuần	3,737	3,995	3,984	4,147	Đầu tư TSCĐ	(3,966)	(3,740)	(1,942)	(1,982)
LN trước thuế & lãi vay	1,938	1,804	2,527	2,130	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	306	6	-	-
Thu nhập lãi	307	308	343	342	Các khoản khác	343	610	(317)	146
Chi phí tài chính	(574)	(572)	(564)	(646)	LCTT từ đầu tư	(3,317)	(3,124)	(2,258)	(1,836)
Thu nhập ròng khác	180	93	40	50	Thu từ PH CP, nhận góp VCSI	141	-	470	-
TN từ các Cty LK & LD	17	21	26	40	Tiền vay ròng nhận được	2,736	771	320	-
LN trước thuế	1,868	1,654	2,372	2,422	Dòng tiền từ HĐTC khác	(1,809)	-	-	461
Thuế TNDN	(399)	(325)	(482)	(492)	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(152)	(69)	(517)	(517)
Lợi nhuận sau thuế	1,470	1,329	1,891	1,931	LCTT từ hoạt động TC	916	701	272	(56)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(376)	(291)	(378)	(386)	Tiền & tương đương tiền đầu kì	979	1,152	1,900	3,550
Lợi nhuận ròng	1,093	1,038	1,512	1,544	LC tiền thuần trong năm	173	1,515	1,650	1,608
Chi trả cổ tức	(152)	(69)	(517)	(517)	Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,152	2,675	3,550	5,158
Lợi nhuận giữ lại	941	968	996	1,028					
Bảng cân đối kế toán	2024	2025	2026F	2027F	Các chỉ số cơ bản	2024	2025	2026F	2027F
Tiền và tương đương tiền	1,152	1,900	3,550	5,158	Tăng trưởng doanh thu thuần	22.8%	36.5%	20.4%	-0.2%
Đầu tư ngắn hạn	3,357	2,999	3,610	3,604	Tăng trưởng EBITDA	34.9%	6.9%	-0.3%	-8.6%
Phải thu khách hàng	1,080	1,518	1,848	1,845	Tăng trưởng LN từ HĐKD	37.0%	-6.9%	40.1%	-15.7%
Hàng tồn kho	331	345	-	-	Tăng trưởng LN trước thuế	20.6%	-11.5%	43.4%	-19.2%
Các tài sản ngắn hạn khác	728	760	1,045	1,045	Tăng trưởng LN ròng	12.4%	-5.1%	45.7%	-31.4%
Tổng tài sản ngắn hạn	6,648	7,522	10,053	11,652	Tăng trưởng EPS	9.7%	-16.3%	21.0%	-38.4%
Tài sản cố định	12,060	13,495	13,980	14,450					
Tài sản vô hình	2	3	3	3	Biên LN gộp	20.8%	14.7%	15.4%	13.4%
Xây dựng cơ bản dở dang	7	5	-	-	Biên EBITDA	31.9%	24.9%	20.7%	18.9%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	Biên LN ròng	9.3%	6.5%	7.8%	5.4%
Đầu tư vào công ty LD/LK	147	146	152	160	ROAE	15.0%	12.7%	15.9%	9.4%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	66	46	46	46	ROAA	5.9%	4.9%	6.4%	3.9%
Tài sản dài hạn khác	928	1,091	1,048	1,080	ROIC	6.3%	5.4%	7.0%	4.4%
Tổng tài sản	19,858	22,309	25,281	27,391	Vòng quay tài sản	62.8%	75.9%	81.0%	73.1%
Vay & nợ ngắn hạn	1,488	1,394	1,350	1,389	Cổ tức chi trả/LN ròng	13.9%	6.7%	34.2%	49.8%
Phải trả người bán	873	1,252	1,312	1,370	Tổng nợ vay/VCSH	66.1%	66.5%	58.9%	55.7%
Phải trả ngắn hạn khác	1,353	1,421	1,920	1,917	Nợ vay ròng/VCSH	55.0%	50.0%	32.6%	21.6%
Tổng nợ ngắn hạn	3,714	4,067	4,582	4,676	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	28.8%	25.7%	17.4%	11.9%
Vay & nợ dài hạn	5,376	6,245	6,609	7,032	Khả năng thanh toán lãi vay	4.6	4.1	5.9	4.3
Các khoản phải trả khác	379	506	578	577					
Tổng nợ dài hạn	5,754	6,751	7,187	7,609	Số ngày phải thu	34	35	35	35
Tổng nợ	9,469	10,818	11,769	12,285	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	13	9	-	-
Vốn điều lệ	3,560	4,699	5,169	5,169	Số ngày phải trả tiền bán	34	33	29	30
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.8	1.8	2.2	2.5
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán nhanh	1.7	1.8	2.2	2.5
LN giữ lại	1,974	1,452	2,632	3,846	Khả năng thanh toán tiền mặt	1.2	1.2	1.6	1.9
Các quỹ thuộc VCSH	1,757	1,935	1,993	2,053	EPS (đồng/cp)	3,216	2,513	3,065	2,008
Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	BVPS (đồng/cp)	21,682	18,456	20,083	22,548
Vốn chủ sở hữu	7,719	8,673	10,381	11,655	P/E (lần)	6.6	Anh 8.5	6.9	10.6
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,670	2,817	3,131	3,451	P/B (lần)	1.0	1.2	1.1	0.9
Tổng vốn chủ sở hữu	10,389	11,490	13,512	15,106	Tiền mặt ròng/cp	5,844	6,780	11,240	14,264
Tổng nợ và VCSH	19,858	22,309	25,281	27,391	Tỷ suất cổ tức	1.4%	0.6%	4.7%	4.7%

(*) Lưu ý: Các phần dữ liệu có dấu (*) được tính dựa trên số lượng cổ phiếu lưu hành tại cuối năm 2025 để đồng nhất cơ sở so sánh

Nguồn: PVT, MBS Research dự phóng

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Giám đốc Khối Nghiên cứu	Trưởng phòng
<i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	<i>Nguyễn Tiến Dũng</i>