

CTCP VẬN TẢI XĂNG DẦU VIPCO (HSX: VIP)
Phan Ngọc Chi

Chuyên viên Tư vấn đầu tư

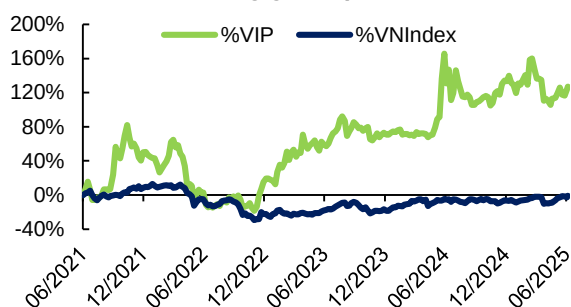
 Email: chipn@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446

Người phê duyệt báo cáo:

Bùi Đức Duy

Trưởng phòng Tư vấn đầu tư

Biểu đồ 1: Biến động giá cổ phiếu VIP & VNIndex


Thông tin giao dịch		03/07/2025
Giá đóng cửa (VNĐ/cp)		12.550
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)		15.300
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)		11.207
Số lượng CP niêm yết (Triệu cp)		68,5
Số lượng CP lưu hành (Triệu cp)		68,5
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)		234.756
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		0,00
Vốn hóa (tỷ VNĐ)		862
EPS Trailing 12 tháng (VNĐ/cp)		1,5
P/E Trailing 12 tháng		8,6

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Vận tải Xăng dầu VIPCO
Địa chỉ	Tầng 1,2,3, Tòa nhà Hàng Hải Liên Minh, số 802 Lê Hồng Phong, P.Thành Tô, Hải An, TP Hải Phòng
HĐKD chính	Vận tải biển
Chi phí chính	Chi phí khấu hao, chi phí thuyền viên, chi phí nhiên liệu
Rủi ro chính	Biến động chi phí nhiên liệu và giá cước

Cơ cấu cổ đông		(%)
Tổng công ty Vận tải thủy Petrolimex		51%
Các Quỹ đầu tư		11,5%
CTCP Tập đoàn Macstar		5%
Tổng CTCP Bảo hiểm Petrolimex		4,8%
Khác		27,7%

Giá hiện tại:

12.550 VNĐ/cp

Khuyến nghị

Giá mục tiêu:

15.400 VNĐ/cp
MUA

Tăng/(Giảm):

+22,7%
MỞ RỘNG CÔNG SUẤT ĐỘI TÀU
LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG MẢNG VẬN TẢI

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu CTCP Vận tải Xăng dầu VIPCO (HSX: VIP). Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của cổ phiếu VIP là **15.400 đồng/cp**, cao hơn **22,7%** so với mức giá đóng cửa tại ngày 03/07/2025. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VIP dựa trên triển vọng đầu tư và kết quả định giá ([Chi tiết](#)).

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ ([Chi tiết](#))

Năm 2025, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của VIP lần lượt đạt 541,9 tỷ đồng (-5% YoY & 94,1% KH2025) và 76,3 tỷ đồng (-18% YoY & 87,5% KH2025) do:

- Dự báo giá cước giảm 5,5% YoY do nguồn cung đội tàu thế giới vượt nhu cầu.
- Chi phí khấu hao tăng 17% YoY do hoàn thành đầu tư tàu mới và đưa vào hoạt động cuối năm.

Giai đoạn 2025 – 2028, doanh thu kỳ vọng tăng trưởng CAGR bằng 9,7%/năm, biên lợi nhuận gộp trung bình đạt 25,1% (+6,6 đpt so với giai đoạn 2019 - 2024). Động lực tăng trưởng đến từ các triển vọng sau đây.

- Theo dự báo của Bộ Công Thương, giai đoạn 2025 – 2030, tốc độ tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu Việt Nam đạt 4,0 - 4,5%/năm, cao hơn mức tăng trưởng 1,7%/năm của nguồn cung nội địa. Qua đó, VIP có cơ sở để hưởng lợi từ tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ xăng dầu nhập khẩu nhờ nguồn hàng đảm bảo bởi công ty mẹ, cùng mức giá cước duy trì ổn định.
- Việc hoàn tất đầu tư đội tàu vào cuối năm 2025 sẽ giúp công suất vận tải của VIP đạt 200.727 DWT, tăng 33,2% so với công suất hiện tại, tạo dư địa tăng trưởng cho mảng vận tải.

YẾU TỐ THEO DÕI / RỦI RO ([Chi tiết](#))

- **Biến động chi phí nhiên liệu đầu vào:** Chi phí nhiên liệu chiếm 5% – 25% giá vốn, là chi phí biến động nhất của mảng vận tải. Khi tỷ trọng thuê tàu định hạn¹ của công ty mẹ giảm, VIP đối mặt rủi ro biến động giá nhiên liệu đầu vào nhiều hơn do giảm tỷ trọng chia sẻ chi phí nhiên liệu. Năm 2025, chúng tôi đánh giá rủi ro này ở mức thấp.
- **Biến động giá cước vận tải biển:** Cước vận tải biển bị ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố khó dự đoán như tình hình kinh tế, chính trị trong khu vực, thời tiết, mùa vụ,... Năm 2025, chúng tôi đánh giá rủi ro này tác động đến VIP ở mức thấp.

¹ Hình thức thuê tàu định hạn là một loại hợp đồng thuê tàu mà người thuê tàu sẽ thuê toàn bộ con tàu trong một khoảng thời gian nhất định (ví dụ: 6 tháng, 1 năm, 2 năm...) để sử dụng vào mục đích kinh doanh của mình.

A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

I. Lịch sử hình thành

1980: Bộ Công Thương thành lập Công ty Vận tải Xăng dầu đường thủy I trực thuộc Tổng Công ty Xăng dầu Việt Nam, tiền thân của CTCP Vận tải Xăng dầu VIPCO ngày nay.

2005: Bộ Công Thương chuyển đổi Công ty Vận tải Xăng dầu đường thủy I thành CTCP Vận tải Xăng dầu VIPCO.

Chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần.

2006: Niêm yết trên Sàn HOSE. Vốn điều lệ đạt 351 tỷ đồng.

2007 - 2016: Liên tục tăng vốn điều lệ thông qua phát hành cổ phiếu để đầu tư tàu. Vốn điều lệ đạt 684,7 tỷ đồng.

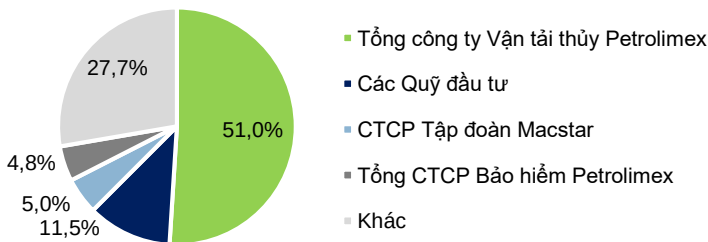
2020 - 2025: Tiến hành thanh lý các tàu quá tuổi và đầu tư thêm 1 tàu chở xăng dầu thành phẩm để thay thế. Đội tàu đạt tổng trọng tải 150.527 DWT với tổng số lượng 4 tàu xăng dầu thành phẩm.



PETROLIMEX

II. Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 2: Cơ cấu cổ đông VIP ngày 03/07/2025



Nguồn: VIP

Cơ cấu cổ đông của VIP cô đặc với cổ đông lớn nhất là Tổng công ty Vận tải thủy Petrolimex có tỷ lệ sở hữu là 51%. Tổng công ty Vận tải thủy Petrolimex (PG Tanker) là công ty con của Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (PLX). PLX nắm giữ 100% cổ phần của PG Tanker. Các quỹ đầu tư chiếm 11,5%. CTCP Tập đoàn Macstar chiếm 5%. Tổng CTCP Bảo hiểm Petrolimex chiếm 4,8%, và các cổ đông khác chiếm 27,7%.

PG Tanker phụ trách hoạt động vận tải xăng dầu đường thủy cho công ty mẹ là PLX. PG Tanker gồm các công ty con hoạt động trong mảng vận tải đường thủy như VIP (CTCP Vận tải Xăng dầu VIPCO), VTO (CTCP Vận tải Xăng dầu VITACO), PJT (CTCP Vận tải Xăng dầu Đường thủy Petrolimex), PTS (CTCP Vận tải và Dịch vụ Petrolimex Hải Phòng). Trong chuỗi cung ứng xăng dầu đường thủy của PLX, để vận chuyển xăng dầu tới các kho đầu mối, các công ty con của PG Tanker vận chuyển (1) xăng dầu nhập khẩu từ các quốc gia Châu Á, thông qua các tuyến viễn dương (VIP, VTO) và (2) vận chuyển xăng dầu nội địa từ 2 Nhà máy lọc dầu Dung Quất và Nghi Sơn, thông qua các tuyến ven biển (VTO, VIP, PJT, PTS). Đồng thời, các công ty con cũng phụ trách phân phối xăng dầu từ kho đầu mối đến các đại lý và khách hàng của PLX, thông qua khai thác các tuyến đường sông (PJT, PTS).

Biểu đồ 3: Chuỗi cung ứng xăng dầu đường thủy của PLX



Nguồn: PG Tanker, FPTTS tổng hợp

III. Cơ cấu tổ chức

VIP có 2 công ty con và 1 công ty liên kết. Các công ty hỗ trợ hoạt động kinh doanh của công ty mẹ thông qua việc cung ứng thuyền viên và cung cấp các dịch vụ đại lý, môi giới hàng hải.

Bảng 1: Danh sách các công ty con và công ty liên kết của VIP

Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu	Ngành nghề kinh doanh
Công ty TNHH một thành viên VIPCO Hạ Long	100%	Kinh doanh xăng dầu Đại lý, môi giới hàng hải
Công ty TNHH một thành viên Thuyền viên VIPCO	100%	Cho thuê thuyền viên
CTCP Vận tải Hóa dầu VP	45,1%	Vận tải xăng dầu

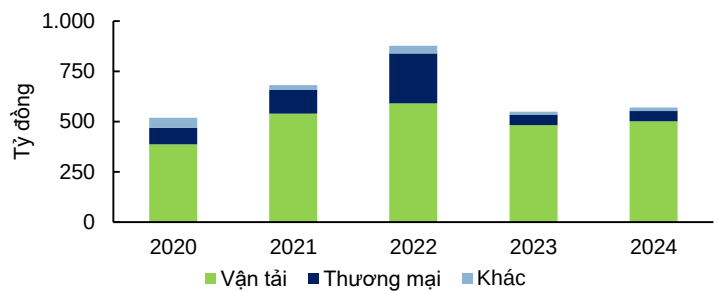
Nguồn: VIP

IV. Mạng kinh doanh chính

VIP kinh doanh trong lĩnh vực logistics, tập trung vào hai mảng là dịch vụ vận tải xăng dầu đường biển và kinh doanh thương mại xăng dầu thành phẩm, với tỷ trọng doanh thu trong năm 2024 lần lượt là 87% và 10%.

Ngoài ra, VIP cũng có hoạt động kinh doanh những mảng khác như làm đại lý môi giới hàng hải, cho thuê thuyền viên, bất động sản,... nhưng với tổng tỷ trọng thấp, chỉ 3% trên doanh thu của doanh nghiệp.

Biểu đồ 4: Cơ cấu doanh thu của VIP giai đoạn 2020 - 2024



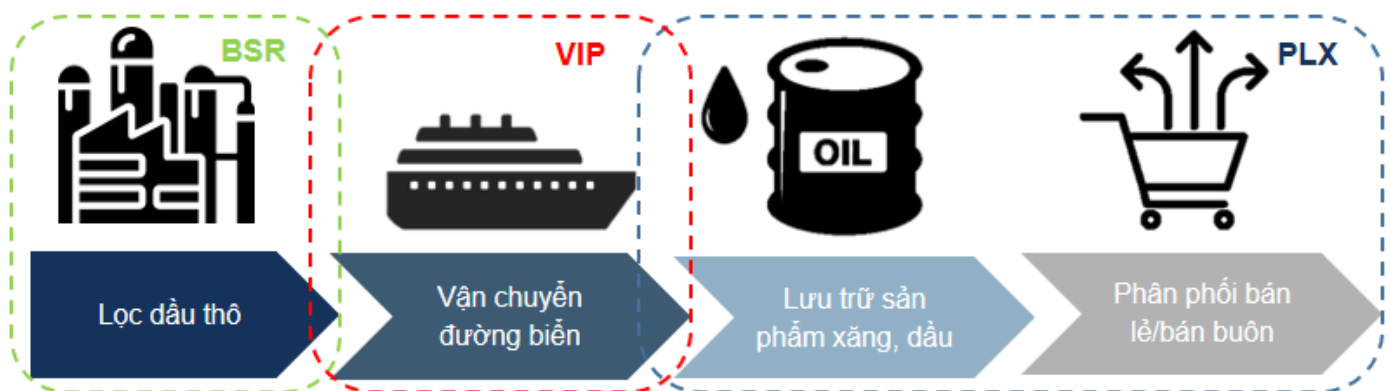
Nguồn: VIP

B. TỔNG QUAN MẢNG VẬN TẢI XĂNG DẦU ĐƯỜNG BIỂN

Chuỗi giá trị ngành vận tải xăng dầu

Chuỗi giá trị ngành vận tải xăng dầu nằm ở hạ nguồn của chuỗi cung ứng ngành dầu khí. Chuỗi giá trị ngành vận tải xăng dầu gồm 4 khâu, bắt đầu từ khâu lọc/hóa dầu ở các nhà máy lọc dầu cho đến khâu cuối cùng là phân phối bán lẻ/bán buôn ra thị trường. **Do VIP nằm ở khâu vận chuyển xăng dầu thành phẩm của chuỗi giá trị, chúng tôi sẽ tập trung phân tích mảng này.**

Biểu đồ 5: Chuỗi giá trị ngành vận tải xăng dầu



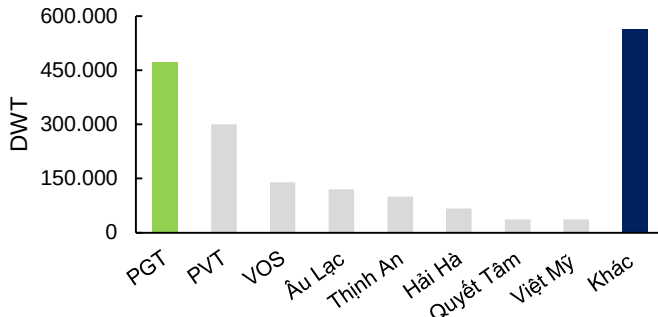
Nguồn: FPTTS tổng hợp

I. Đội tàu vận tải xăng dầu đường biển Việt Nam tập trung phân khúc khách hàng nội địa do được bảo hộ

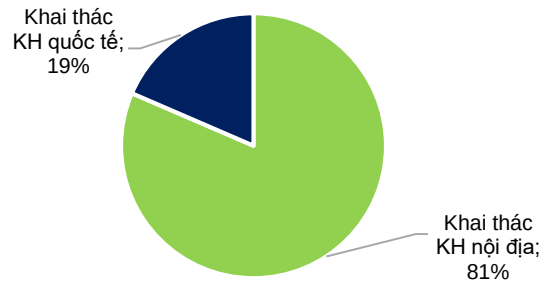
Đội tàu vận tải xăng dầu đường biển Việt Nam có tổng công suất đạt 1,84 triệu DWT (chiếm 15% tổng công suất đội tàu vận tải biển Việt Nam), với tổng số lượng 135 tàu. Cơ cấu đội tàu vận tải xăng dầu đường biển Việt Nam

khá cô đặc, trong đó, đứng đầu là các đội tàu của PG Tanker (thuộc Tập đoàn Xăng dầu Petrolimex), PVTrans (thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam) và VOSCO (thuộc Tổng CTCP Hàng hải Việt Nam), chiếm tổng 50% công suất toàn ngành, 31% công suất toàn ngành thuộc về các doanh nghiệp nhỏ lẻ.

Biểu đồ 6: Đội tàu vận tải xăng dầu đường biển Việt Nam (2024)



Biểu đồ 7: Cơ cấu thị trường khai thác theo số lượng tàu (2024)



Nguồn: FPTs tổng hợp

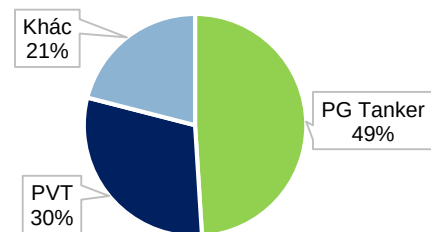
Đội tàu vận tải xăng dầu đường biển Việt Nam tập trung phân khúc khách hàng nội địa do được bảo hộ

Đội tàu vận tải xăng dầu đường biển Việt Nam tập trung khai thác phân khúc khách hàng nội địa, chiếm 81% tổng số lượng tàu.

Cơ cấu thị phần theo phân khúc khách hàng nội địa cô đặc với thị phần chủ yếu đến từ các đội tàu thuộc Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (PLX), Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN). Trong đó, đội tàu PG Tanker (công ty con của PLX) và PV Trans (công ty con của PVN) lần lượt chiếm 49% và 30% thị phần ngành.

Các đội tàu này được công ty mẹ bảo hộ về nguồn hàng sẵn có và giá cước ổn định, giúp có lợi thế khai thác hợp đồng định hạn vận chuyển.

Biểu đồ 8: Thị phần vận tải xăng dầu đường biển Việt Nam theo khách hàng nội địa (2024)



Nguồn: FPTs tổng hợp

Đồng thời, các đội tàu được bảo hộ vận chuyển xăng dầu nội địa. Theo Điều 8, Bộ luật Hàng hải Việt Nam năm 2015 quy định hàng hóa nội địa bằng đường biển phải được chuyên chở bằng tàu biển Việt Nam. Chính vì vậy, các tàu ven biển Việt Nam khi vận chuyển xăng dầu nội địa không phải chịu áp lực cạnh tranh với hãng tàu nước ngoài.

Ngoài thị trường nội địa, các doanh nghiệp vận tải biển Việt Nam nói chung cũng có tham gia thị trường quốc tế nội Á. Với đội tàu quy mô lớn, doanh nghiệp vận tải biển như PV Trans có cơ sở để định hướng ngày càng mở rộng phát triển tại thị trường quốc tế. Còn PG Tanker, dù sở hữu đội tàu quy mô lớn, nhưng do tập trung vận chuyển xăng dầu cho PLX - đầu mối xăng dầu thị phần lớn nhất Việt Nam, nên chủ yếu tập trung vận tải cho công ty mẹ, gần như không khai thác thị trường bên ngoài.

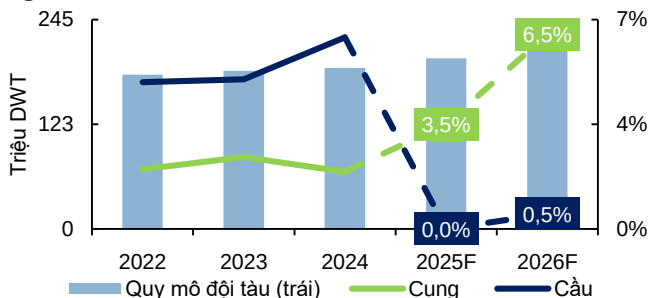
II. Nguồn cung tàu toàn cầu tăng mạnh, tạo áp lực giảm giá tàu và giá cước vận tải

1. Nguồn cung tăng trưởng mạnh trong các năm tới, từ kết quả của hoạt động đầu tư mạnh mẽ của các hãng tàu từ giai đoạn 2022 - 2024

Nguồn cung tàu tăng trưởng mạnh do các hãng tàu đẩy mạnh đầu tư từ giai đoạn năm 2022 – 2024. Cụ thể, giai đoạn này chứng kiến các bất ổn chính trị như Chiến tranh Nga – Ukraine, mâu thuẫn tại Biển Đỏ, là tác nhân khiến nhiều hãng tàu thay đổi hành trình, làm quãng đường vận chuyển xa hơn, dẫn đến thời gian vận chuyển dài hơn và chi phí vận hành cũng như chi phí nhiên liệu tăng lên. Qua đó là động lực tăng trưởng nhu cầu của thị trường vận tải, khiến giá cước vận tải leo thang. Cụ thể, chỉ số giá cước tàu chở dầu sạch Baltic (BCTI) trong năm 2022 đã tăng gấp 2,5 lần so với đầu năm 2021. Nhờ vậy, các hãng tàu ghi nhận mức tăng trưởng mạnh về lợi nhuận và đẩy mạnh tái đầu tư đội tàu với kỳ vọng giá cước, cũng như nhu cầu vận chuyển neo cao, duy trì cho tới các năm sau. Nguồn cung đội tàu trong 2 năm tới dự báo sẽ tăng bình quân 5%/năm, cao hơn mức 4,3%/năm của giai đoạn năm 2015 – 2020 và 1,5% của năm 2024.

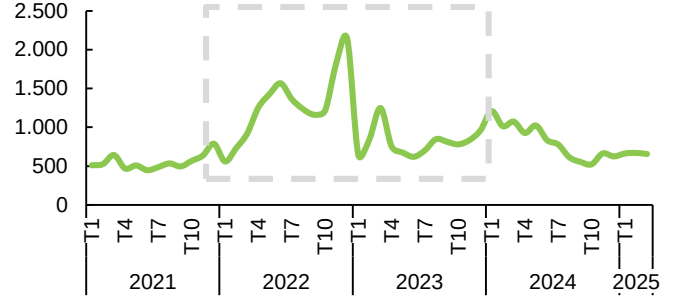
Trong khi đó, nhu cầu tàu chở xăng dầu thành phẩm dự báo yếu đi vào giai đoạn năm 2025 - 2026 với kỳ vọng định tuyến qua Biển Đỏ và Kênh đào Suez trở lại bình thường. **Qua đó, nguồn cung tàu chở xăng dầu thành phẩm được dự báo dư thừa so với nhu cầu, tạo áp lực giảm giá tàu.**

Biểu đồ 9: Tăng trưởng cung, cầu thị trường vận tải xăng dầu toàn cầu



Nguồn: BIMCO, CLARKSON, UNCTAD, tổng hợp

Biểu đồ 10: Chỉ số giá cước Baltic Clean Tanker (BCTI)



Nguồn: Investing

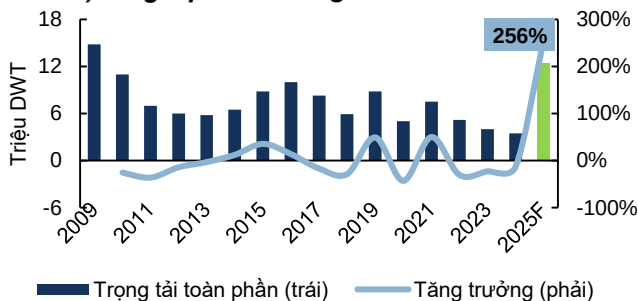
Theo chúng tôi, trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị tiếp diễn, thay đổi nhu cầu vẫn là yếu tố chính dẫn dắt thị trường thông qua sự thay đổi quãng đường vận chuyển trung bình và chi phí vận chuyển. Kết hợp với tình hình nguồn cung (Đội tàu, hoạt động mua/bán,...), qua đó tác động thay đổi giá cước vận tải.

2. Giá tàu dự báo hạ nhiệt

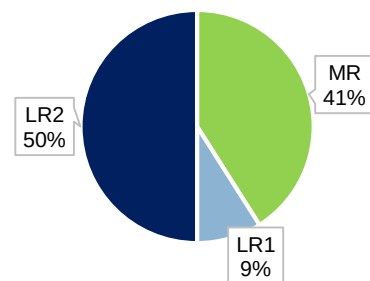
Theo *Hội đồng Hàng hải Baltic và Quốc tế*, giá tàu cũ dự báo giảm nhẹ trong năm 2025 và tiếp tục giảm rõ rệt hơn trong năm 2026, chúng tôi ước tính mức giảm trong ngưỡng từ 5,5% đến 6,5% tương ứng mức giảm của nhu cầu dự báo, do nguồn cung dự kiến tăng trưởng trở lại trong những năm tới khi lượng hàng giao từ sổ đặt hàng hiện tại bắt đầu tăng. Cụ thể, lượng hàng giao tàu dầu thành phẩm dự kiến lên mức cao nhất trong 16 năm (+256% YoY). 75% số tàu dự kiến giao vào năm 2025 đã được ký hợp đồng trong hai năm qua. Trong đó, phân khúc tàu MR và LR2 được dự báo chứng kiến mức tăng trưởng lớn nhất trong nhóm tàu xăng dầu thành phẩm, lần lượt tăng trưởng 10,7% và 22,5% YoY. Xu hướng này đến từ (1) tăng trưởng kinh tế toàn cầu tập trung vào Châu Á và (2) sản phẩm xăng dầu từ Nga bị cấm vận ([Phụ lục 1](#)).

Đối với thị trường tàu phân khúc MR, nhu cầu được dự báo sẽ tăng trưởng vừa phải ở mức 2,7%, tuy nhiên vẫn thấp hơn mức tăng trưởng nguồn cung đội tàu là 5,6%, đây là nguồn động lực giúp hạ nhiệt giá tàu và là cơ sở cho triển vọng VIP có khả năng cao đầu tư được tàu mới phân khúc MR cuối năm 2025.

Biểu đồ 11: Giao tàu xăng dầu thành phẩm đóng mới (Newbuild) tăng đột biến trong năm 2025



Biểu đồ 12: Thị phần tăng trưởng tập trung phân khúc MR và LR2 giai đoạn năm 2025 - 2026

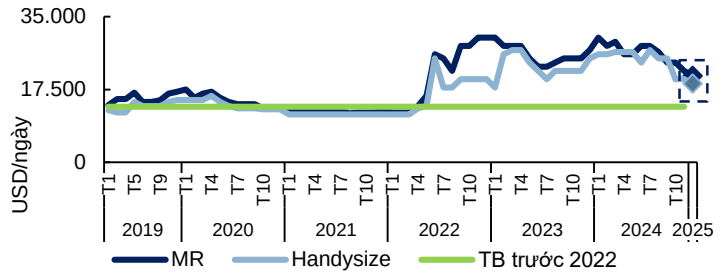


Nguồn: BIMCO, CLARKSON, UNCTAD

3. Giá cước vận chuyển (Time Charter/ SPOT) kỳ vọng giảm

Tương tự giá tàu cũ, giá cước vận chuyển trong năm 2025 cũng dự báo giảm nhẹ và năm 2026 tiếp tục giảm rõ rệt hơn đối với tàu xăng dầu thành phẩm, với giả định (1) định tuyến qua Kênh đào Suez và Biển Đỏ trở lại bình thường khiến quãng đường vận chuyển trung bình giảm và (2) đội tàu thế giới tăng trưởng mạnh. Mức giảm giá cước ước tính nằm trong ngưỡng từ 5,5% đến 6,5%. Giá cước tàu có thể giảm nhưng vẫn cao hơn mức trung bình giai đoạn các năm trước 2022 do các bất ổn về vấn đề địa chính trị trên thế giới vẫn đang tiếp diễn.

Biểu đồ 13: Giá cước tàu chở xăng dầu thành phẩm dự báo giảm nhẹ trong năm 2025



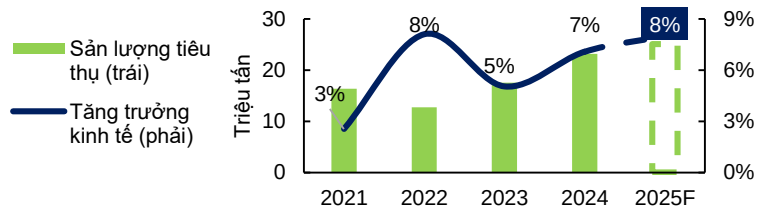
Nguồn: Bloomberg

Chúng tôi đánh giá rủi ro biến động giá cước ít tác động đến VIP hơn so với thị trường, với kỳ vọng đội tàu được thuê định hạn từ công ty mẹ với giá cước và nguồn hàng ổn định.

III. Sản lượng tiêu thụ xăng dầu Việt Nam cải thiện, dẫn tới gia tăng nhu cầu vận chuyển và kinh doanh xăng dầu thương mại

Bộ Công Thương dự báo sản lượng tiêu thụ xăng dầu trong năm 2025 tăng trên 8% so với TH2024. Sản lượng tiêu thụ xăng dầu được dự báo tiếp tục hồi phục theo nền kinh tế. Cụ thể, tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong năm 2025 dự báo đạt 6,5% - 8%.

Biểu đồ 14: Sản lượng tiêu thụ xăng dầu Việt Nam

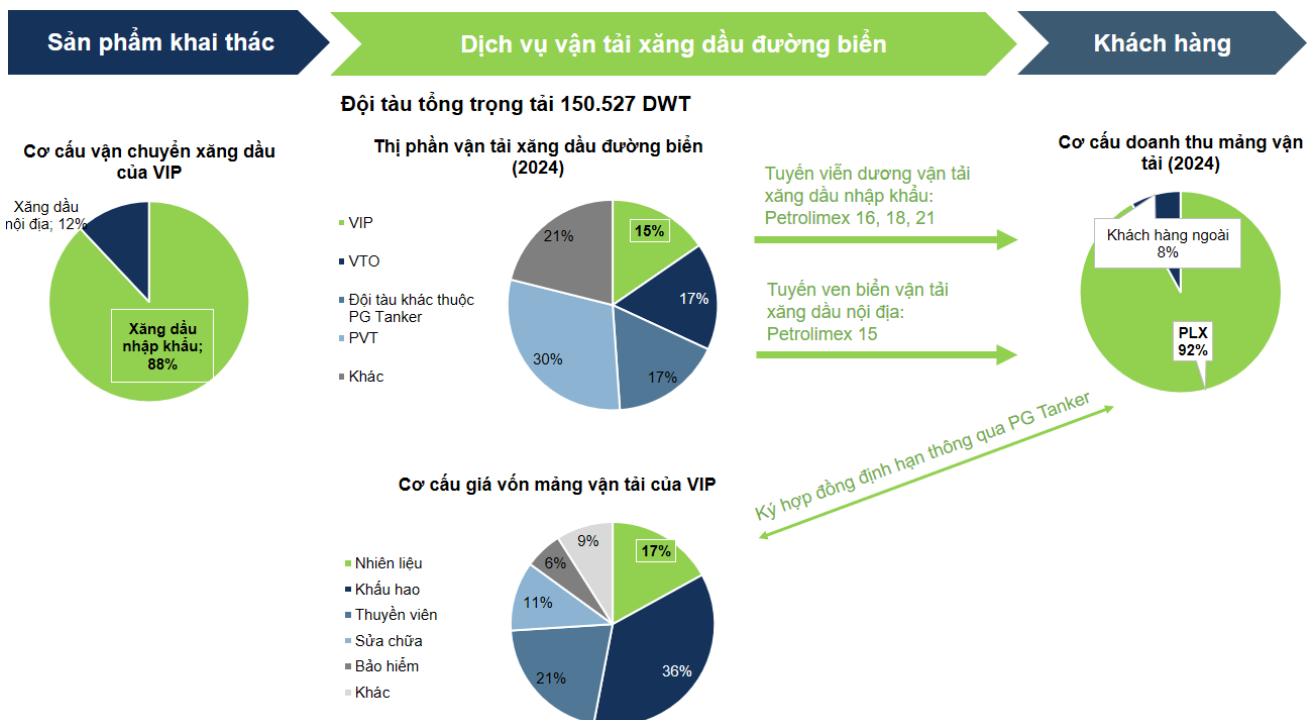


Nguồn: Bộ Công Thương

C. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

I. Mảng vận tải xăng dầu

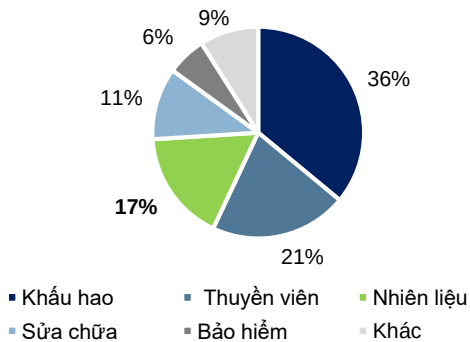
Biểu đồ 15: Chuỗi giá trị mảng vận tải xăng dầu của VIP



Nguồn: FPTs tổng hợp

1. Rủi ro biến động chi phí nhiên liệu ít hơn so với các công ty vận tải thủy cùng tập đoàn và cùng ngành do ký hợp đồng thuê đội tàu định hạn với PG Tanker

Biểu đồ 16: Giá vốn mảng vận tải của VIP trung bình giai đoạn năm 2019 - 2024



Nguồn: VIP, FPTS tổng hợp

Trong giá vốn mảng vận tải của VIP, 2 chi phí lớn nhất là chi phí khấu hao và chi phí thuyền viên, lần lượt chiếm tỷ trọng 36% và 21% giá vốn trung bình của doanh nghiệp trong giai đoạn năm 2019 - 2024.

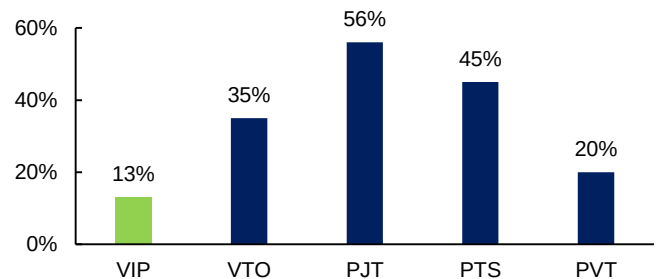
Thông thường, chi phí nhiên liệu chiếm 33% giá vốn mảng vận tải, là một trong những chi phí lớn nhất, tuy nhiên, do VIP có lợi thế được chia sẻ chi phí nhiên liệu khi ký hợp đồng thuê đội tàu định hạn với công ty mẹ, nên tỷ trọng chi phí nhiên liệu trung bình chỉ chiếm 17%.

Do chi phí khấu hao và chi phí thuyền viên tương đối ổn định qua các năm, nên trong báo cáo này, chúng tôi tập trung phân tích chi phí nhiên liệu đối với đầu vào của doanh nghiệp.

1.1. Rủi ro biến động chi phí nhiên liệu ít hơn so với doanh nghiệp cùng tập đoàn và cùng ngành

Rủi ro biến động chi phí nhiên liệu của VIP ít hơn so với các doanh nghiệp trong cùng tập đoàn và cùng ngành do được ký hợp đồng thuê đội tàu định hạn với PG Tanker. So sánh với các doanh nghiệp vận tải thủy cùng tập đoàn, VIP có lợi thế về chi phí nhiên liệu, do trong hợp đồng thuê tàu định hạn có các điều khoản chia sẻ chi phí nhiên liệu giữa chủ tàu (VIP) và người thuê tàu (PG Tanker). Trong khi đó, các doanh nghiệp vận tải thủy cùng tập đoàn như VTO, PJT, PTS có tỷ trọng ký hợp đồng định hạn đội tàu với công ty mẹ ít hơn, chủ yếu phải chạy theo chuyến (SPOT) cho PLX. Lý do đến từ sự khác biệt của các tuyến khai thác.

Biểu đồ 17: Tỷ lệ chi phí nhiên liệu/giá vốn của các doanh nghiệp vận tải thủy trong năm 2024



Nguồn: FPTS tổng hợp

Đội tàu của VIP chuyên chạy các tuyến viễn dương dài ngày, với khối lượng lớn, đồng thời các tuyến viễn dương tiềm ẩn nhiều rủi ro, vận hành phức tạp hơn nên yêu cầu hợp đồng ổn định hơn. Còn các đội tàu của VTO, PJT, PTS chủ yếu khai thác tuyến ven biển, đặc điểm ngắn ngày, vận chuyển xăng dầu nội địa khối lượng nhỏ, yêu cầu vận hành đơn giản hơn, nên tỷ trọng đội tàu được ký hợp đồng định hạn ít hơn.

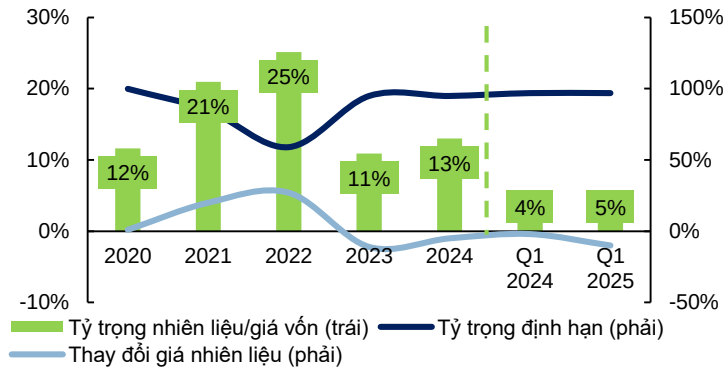
So sánh với một doanh nghiệp cùng ngành khác như PVT, dù 2 doanh nghiệp đều có đội tàu được thuê định hạn, nhưng VIP vẫn có chi phí nhiên liệu tốt hơn do gần như tất cả đội tàu đều được công ty mẹ thuê định hạn. Cụ thể, theo chúng tôi ước tính, năm 2024, đội tàu của VIP và PVT lần lượt được thuê định hạn ở mức 95% và 65%.

Lợi thế về chi phí nhiên liệu giúp VIP duy trì biên lợi nhuận gộp cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành.

1.2. Rủi ro biến động chi phí nhiên liệu gia tăng do tỷ trọng thuê định hạn giảm

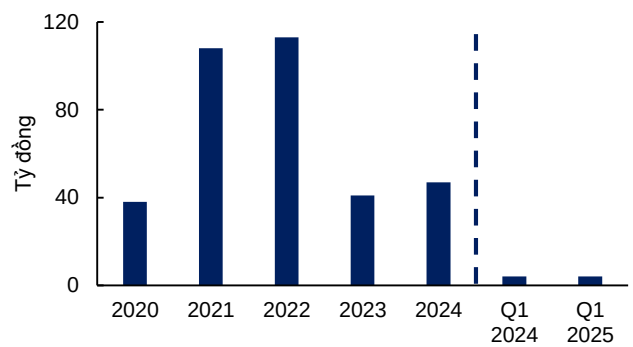
Dù rủi ro biến động chi phí nhiên liệu được giảm thiểu khi ký hợp đồng thuê tàu định hạn với công ty mẹ, tuy nhiên, những năm tình hình vĩ mô bất ổn, chi phí nhiên liệu của VIP có xu hướng tăng. Cụ thể, tỷ trọng chi phí nhiên liệu trong giai đoạn năm 2021 – 2022 của VIP có xu hướng tăng do ảnh hưởng của dịch bệnh COVID-19 cùng diễn biến khó lường của thị trường nhiên liệu thế giới. Tỷ trọng chi phí nhiên liệu trung bình giai đoạn trước của VIP chiếm 10,8% giá vốn, nhưng đến giai đoạn năm 2021 - 2022, tỷ trọng này chiếm 23% giá vốn (+12,2 đpt so với giai đoạn trước).

Biểu đồ 18: Tỷ trọng chi phí nhiên liệu của VIP giai đoạn năm 2020 - quý 1 năm 2025



Nguồn: VIP, PLX, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 19: Chi phí nhiên liệu của VIP giai đoạn năm 2020 - quý 1 năm 2025



Nguồn: VIP

Tỷ trọng chi phí nhiên liệu của VIP phụ thuộc vào (1) tỷ trọng chạy định hạn cho công ty mẹ và (2) giá nhiên liệu thế giới. Giai đoạn năm 2021 – 2022, tỷ trọng chi phí nhiên liệu trung bình chiếm 23% giá vốn, do (1) tỷ trọng khai thác định hạn cho công ty mẹ trung bình đạt 72% (-26 đpt so với năm 2020) và (2) dịch bệnh COVID-19 cùng những biến động phức tạp, không ổn định của thị trường giá dầu.

Trong giai đoạn năm 2023 - 2024, tỷ trọng chi phí nhiên liệu của VIP giảm về mức thấp, do tỷ trọng cho thuê định hạn đội tàu cải thiện. Cụ thể, tỷ trọng chi phí nhiên liệu trung bình trong giai đoạn năm 2023 – 2024 chiếm 12% giá vốn (-11 đpt so với giai đoạn trước), do tỷ trọng thuê định hạn đội tàu cải thiện lên mức 95% (+23 đpt so với giai đoạn trước). Chi phí nhiên liệu trong giai đoạn này ghi nhận giảm dần, lần lượt đạt 41 tỷ đồng và 47 tỷ đồng (-63,7% và -58,4% so với năm 2022).

Quý 1 năm 2025, chi phí nhiên liệu của VIP đạt 4 tỷ đồng, tỷ trọng chi phí nhiên liệu chiếm 5% giá vốn, chi phí nhiên liệu gần như đi ngang so với cùng kỳ năm trước, do VIP tiếp tục được thuê định hạn đội tàu với công ty mẹ từ đầu năm với tỷ trọng thuê định hạn duy trì ở mức cao, đạt 97%, không thay đổi so với cùng kỳ năm trước.

Do nằm trong giá vốn mảng vận tải, nên những biến động về chi phí nhiên liệu ảnh hưởng trực tiếp tới biên lợi nhuận gộp vốn ổn định của VIP. Tuy nhiên, với triển vọng trong dài hạn VIP tiếp tục được hưởng lợi vận chuyển các hợp đồng định hạn với sản lượng ổn định từ công ty mẹ sẽ giúp giảm bớt những rủi ro từ biến động chi phí nhiên liệu mang lại.

2. Tình hình đội tàu: Đội tàu tuổi thọ cao dẫn tới kế hoạch đầu tư tàu mới của doanh nghiệp

2.1. Đội tàu có tuổi thọ cao

Đội tàu của VIP gồm 4 tàu với tổng trọng tải 150.727 DWT. Đội tàu của VIP chủ yếu chạy tuyến viễn dương nội Á (chiếm 88% công suất đội tàu) với các tàu Petrolimex 16, 18, 21, vận chuyển xăng dầu nhập khẩu cho công ty mẹ. Còn lại tàu Petrolimex 15 đã chuyển sang khai thác tuyến ven biển từ năm 2023 do tuổi thọ lớn. Hiện tại, các tàu của VIP đều có tuổi thọ trên 10 năm, trong đó có 1 tàu trung bình (10 - 15 tuổi), 2 tàu già (15 - 20 tuổi) và 1 tàu quá già (trên 20 tuổi).

Bảng 2: Tình hình đội tàu của VIP

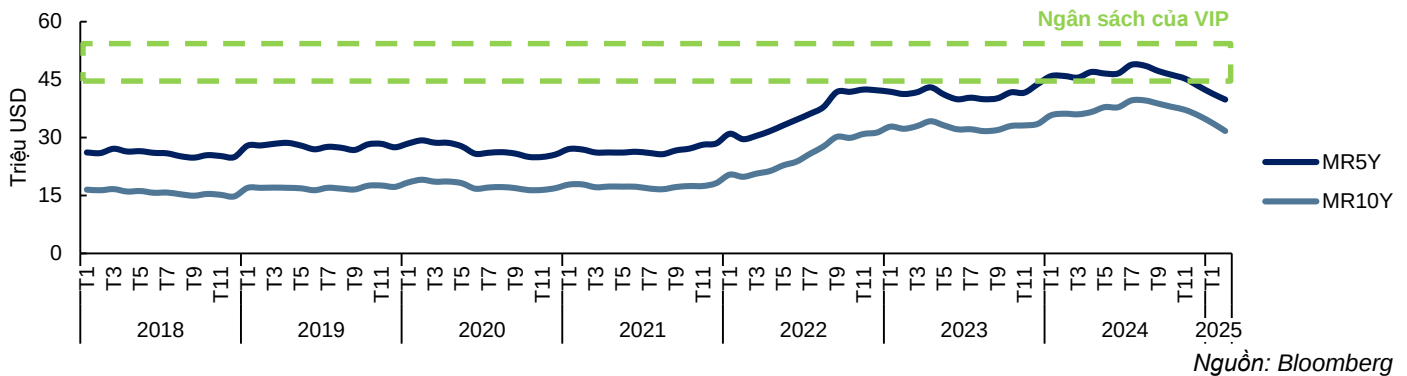
Tàu chở dầu	Trọng tải (DWT)	Năm mua	Năm đóng mới	Thời gian hoạt động	Tuyến hoạt động
Petrolimex 15	17.961	2009	1999	25 năm	Hòn Gai - Dung Quất Khu vực Hạ Long
Petrolimex 16	46.732	2009	2004	20 năm	Tuyến quốc tế nội Á
Petrolimex 18	40.092	2016	2007	17 năm	Tuyến quốc tế nội Á
Petrolimex 21	45.942	2020	2010	14 năm	Tuyến quốc tế nội Á

Nguồn: VIP

2.2. Kế hoạch đầu tư tàu mới

Từ năm 2022, VIP có dự định mua tàu MR 40.000 – 55.000 DWT với ngân sách tối đa 45 triệu USD với tàu đã qua sử dụng thể hệ Eco từ 5 – 10 tuổi hoặc tối đa 52,5 triệu USD với tàu đóng mới / mua lại tàu đóng mới với mục đích trẻ hóa đội tàu. Tuy nhiên, theo doanh nghiệp, thị trường tàu từ năm 2022 đến nay biến động mạnh, giá mua/bán thay đổi rất nhanh nên ảnh hưởng lớn đến kế hoạch đầu tư thay thế của công ty. Tại Đại hội đồng cổ đông năm 2025, Ban lãnh đạo chia sẻ rằng việc đầu tư tàu thời điểm hiện tại rất cần thiết, nên đặt mục tiêu cuối quý 3, quý 4 năm 2025 sẽ hoàn thành việc đầu tư. Trong trường hợp giá tàu vượt mức đáp ứng từ nguồn vốn tự có của doanh nghiệp, VIP có kế hoạch huy động vốn từ nguồn vay ngân hàng với mức tối đa 60% tổng mức đầu tư.

Biểu đồ 20: Giá tàu phân khúc MR 5 - 10 tuổi có xu hướng hạ nhiệt



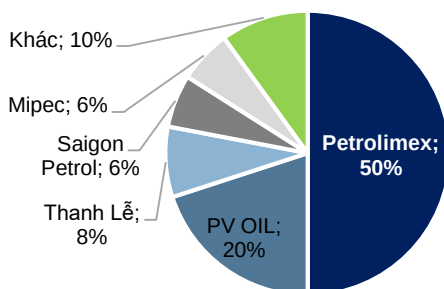
Hiện tại, doanh nghiệp chưa công bố chi tiết kế hoạch thu xếp nguồn vốn. **Tuy nhiên, theo chúng tôi, VIP có khả năng cao sẽ thực hiện được kế hoạch đầu tư cuối năm nay do (1) giá tàu phân khúc MR dự báo giảm và (2) VIP có cơ cấu nợ vay an toàn do có lượng tiền và tương đương tiền dồi dào.** Chúng tôi giả định trong năm 2025, VIP sẽ mua được tàu phân khúc MR 50.000 DWT 10 tuổi giá 28 triệu đô với 50% là vốn tự có của doanh nghiệp, còn lại là khoản vay ngân hàng, dự kiến đưa tàu vào khai thác cuối năm 2025. Phần vốn đối ứng để đầu tư tàu chỉ chiếm 40% lượng tiền mặt và tương đương tiền sẵn có của VIP.

3. Khai thác tàu: Hoạt động vận tải phụ thuộc công ty mẹ

3.1. VIP có lợi thế khi vận chuyển cho công ty mẹ

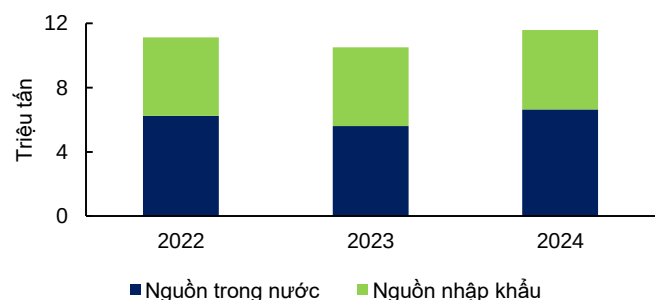
VIP chủ yếu vận chuyển xăng dầu thành phẩm nhập khẩu cho công ty mẹ. Hoạt động khai thác tàu của VIP chủ yếu là ký hợp đồng thuê đội tàu định hạn thông qua Tổng Công ty Vận tải thủy Petrolimex (PG Tanker). Điều này tạo nên lợi thế lớn cho hoạt động kinh doanh của VIP, do PLX là đầu mối nhập khẩu xăng dầu lớn nhất cả nước với thị phần chiếm 50% thị trường kinh doanh xăng dầu Việt Nam trong năm 2024. Đồng thời, PLX có thể nhập hàng từ các đối tác nước ngoài với mức ưu đãi (*Phụ lục 2*) mà không bị quá phụ thuộc vào nguồn hàng trong nước.

Biểu đồ 21: Thị phần kinh doanh xăng dầu Việt Nam năm 2024



Nguồn: PLX, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 22: Tỷ trọng nguồn cung PLX các năm gần đây



Nguồn: PLX, FPTS tổng hợp

3.2. Hoạt động vận tải chịu tác động từ tình hình kinh doanh của công ty mẹ

Hoạt động khai thác tàu của VIP phụ thuộc vào tình hình của công ty mẹ. Vào những thời kỳ thị trường xăng dầu khó khăn, nhu cầu xăng dầu không ổn định, PLX giảm sản lượng nhập khẩu cũng như nhu cầu thuê định hạn với đội tàu của VIP, khiến VIP phải chạy chuyến SPOT hoặc tìm các chuyến với khách hàng ngoài. Cụ thể, tình hình

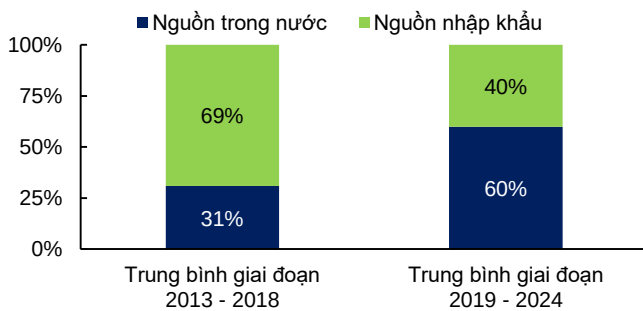
kinh doanh của công ty mẹ ảnh hưởng tới (1) sản lượng vận chuyển, (2) giá cước thuê định hạn đội tàu và (3) biên lợi nhuận gộp của VIP.

3.2.1. Sản lượng vận chuyển phụ thuộc nhu cầu xăng dầu của công ty mẹ

Sản lượng vận chuyển của VIP phụ thuộc vào nhu cầu xăng dầu nhập khẩu của PLX. Trong giai đoạn năm 2018 – 2022, sản lượng vận chuyển của VIP cho công ty mẹ sụt giảm do các sự kiện (1) Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động và (2) dịch bệnh COVID-19 diễn biến phức tạp.

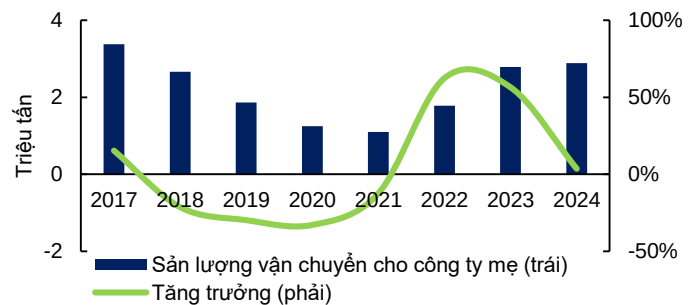
Giai đoạn từ trước năm 2018, VIP chủ yếu vận tải xăng dầu nhập khẩu cho công ty mẹ ổn định về giá cước và sản lượng, thông qua các hợp đồng thuê định hạn đội tàu. Tại thời điểm này, VIP gần như không nhận chuyển ngoài. Tỷ trọng xăng dầu nhập khẩu và nội địa của PLX lần lượt chiếm ổn định 70% / 30% nguồn cung, giúp sản lượng vận chuyển trung bình của VIP trong giai đoạn này đạt 2,9 triệu tấn/năm.

Biểu đồ 23: Tỷ trọng nguồn cung của PLX 2 giai đoạn



Nguồn: PLX, tổng hợp

Biểu đồ 24: Sản lượng vận chuyển cho công ty mẹ của VIP



Nguồn: VIP, FPTTS ước tính

Năm 2018, sản lượng vận chuyển của VIP cho công ty mẹ giảm còn 2,7 triệu tấn (-21,4% YoY), do Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động khiến PLX tăng tỷ trọng dùng xăng dầu nội địa (+11,4% so với giai đoạn trước). PLX ưu tiên dùng nguồn nội địa hơn do có lợi thế về chi phí vận chuyển (*Phụ lục 3*). Để bù đắp sản lượng, VIP chạy thêm chuyển ngoài, doanh thu chạy chuyển ngoài của VIP năm 2018 đạt 47,3 tỷ đồng (+1.509% YoY).

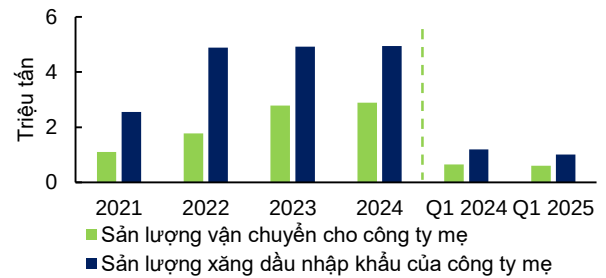
Giai đoạn năm 2019 - 2021, sản lượng vận chuyển của VIP cho PLX ghi nhận sụt giảm liên tục, do dịch bệnh COVID-19 diễn biến phức tạp, ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ xăng dầu chung, cũng như nhu cầu xăng dầu của PLX. Cụ thể, sản lượng vận chuyển trong giai đoạn năm 2019 - 2021 của VIP trung bình đạt 1,4 triệu tấn/năm (-50,8% so với giai đoạn trước năm 2018), tốc độ tăng trưởng trung bình ở mức -16,2%/năm.

Riêng năm 2022, dù vẫn ảnh hưởng bởi dịch bệnh, tuy nhiên sản lượng vận chuyển cho công ty mẹ bắt đầu hồi phục do nhu cầu tiêu thụ của thị trường cải thiện. Cụ thể, sản lượng tiêu thụ xăng dầu nhập khẩu của PLX năm 2022 đạt 4,89 triệu tấn (+91% YoY) giúp sản lượng vận chuyển của VIP đạt 1,8 triệu tấn (+61,8% YoY). Dù sản lượng tiêu thụ cải thiện, tuy nhiên tỷ trọng chạy định hạn của VIP vẫn ở mức thấp, chỉ đạt 59%, do tình hình vận tải biển thế giới cũng như nhu cầu xăng dầu biến động thất thường. Điều này tạo cơ sở cho VIP khai thác đội tàu theo chuyển SPOT, hưởng lợi từ giá cước thị trường tăng mạnh.

Do tác động của những ảnh hưởng trên, trong giai đoạn năm 2019 - 2022, giá cước định hạn của VIP ký với PG Tanker liên tục giảm (CAGR = -7,7%/năm).

Trong những năm gần đây, sản lượng vận chuyển của VIP cho công ty mẹ tăng trưởng trở lại, do nhu cầu tiêu thụ xăng dầu nhập khẩu của công ty mẹ cải thiện. Cụ thể, sản lượng vận chuyển cho công ty mẹ trong năm 2023 và năm 2024 lần lượt đạt 2,8 triệu tấn và 2,9 triệu tấn (+56,7% và +62,4% so với năm 2022), tốc độ tăng trưởng sản lượng vận chuyển trong giai đoạn năm 2021 – 2024 trung bình đạt 38%/năm. Quý 1 năm 2025, sản lượng vận chuyển cho công ty mẹ ổn định, đạt 0,6 triệu tấn, đi ngang so với cùng kỳ năm trước.

Biểu đồ 25: Sản lượng vận chuyển cho công ty mẹ tăng do nhu cầu xăng dầu nhập khẩu cải thiện



Nguồn: PLX, FPTS ước tính

Với triển vọng nền kinh tế hồi phục, nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tăng sẽ giúp VIP tiếp tục được hưởng lợi từ các hợp đồng thuê đội tàu định hạn từ công ty mẹ với sản lượng ổn định.

3.2.2. Giá cước định hạn của VIP ít bị ảnh hưởng bởi thị trường do phụ thuộc lớn vào tình hình kinh doanh của công ty mẹ

Giá cước định hạn ký với công ty mẹ ổn định hơn so với thị trường và có tầm quan trọng quyết định doanh thu vận tải của VIP. Vì chủ yếu khai thác tàu qua việc cho công ty mẹ thuê định hạn, nên giá cước định hạn là yếu tố quan trọng nhất. Tuy nhiên, những thời điểm thị trường xăng dầu biến động, PG Tanker giảm tỷ trọng thuê định hạn đội tàu và tăng tỷ trọng thuê chuyến SPOT, khiến giá cước của VIP chịu ảnh hưởng nhiều hơn bởi giá thị trường.

Giá cước định hạn phụ thuộc lớn vào tình hình kinh doanh của công ty mẹ

Theo chia sẻ của doanh nghiệp, vì giá cước định hạn phụ thuộc chặt chẽ với tình hình kinh doanh xăng dầu của Tập đoàn, để có thể đảm bảo nhiệm vụ vận chuyển cho công ty mẹ, hoạt động kinh doanh của VIP cần mang tính ổn định, cho nên giá cước định hạn ít bị ảnh hưởng bởi thị trường hơn. Khi thị trường biến động, đây sẽ là lợi thế của VIP để đảm bảo hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, khi thị trường tăng trưởng, dư địa để đàm phán tăng giá cước không nhiều.

Trong trường hợp giá cước định hạn VIP ký với công ty mẹ giảm mạnh đột biến, VIP có thể đàm phán lại dựa trên cơ sở là chi phí sản xuất kinh doanh cơ bản của mảng vận tải (Giá vốn mảng vận tải) để ổn định lại hoạt động kinh doanh.

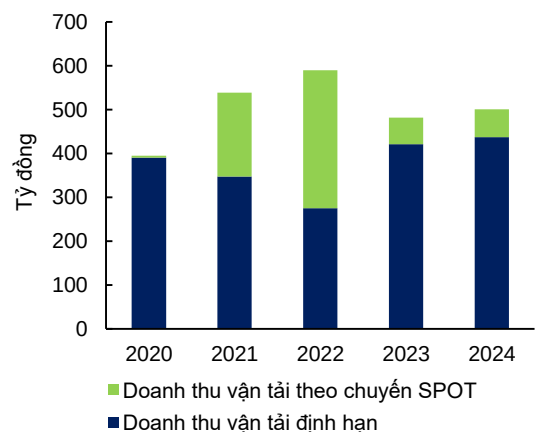
Bảng 3: Giá cước định hạn ký với PG Tanker

Năm	Giá thuê định hạn với PGT (USD/ngày)	Thay đổi	Thay đổi giá thị trường
2019	52.200	-5%	12%
2020	46.500	-3%	-5%
2021	43.000	-6%	-17%
2022	41.000	-5%	19%
2023	48.300	18%	22%
2024	48.700	1%	2,3%

Nguồn: VIP, FPTS ước tính

Từ cuối năm 2021 và năm 2022, dù giá cước định hạn suy giảm, nhưng hoạt động vận tải của VIP đã chuyển biến tích cực do giá cước SPOT và nguồn hàng cải thiện khi (1) nền kinh tế toàn cầu bắt đầu mở cửa trở lại sau đại dịch COVID-19 và (2) cuộc chiến tranh Nga – Ukraine, tạo điều kiện cho giá cước và nguồn hàng tăng trưởng mạnh. Chỉ số giá cước tàu chở dầu sạch Baltic (BCTI) cuối năm 2021 và năm 2022 đã tăng gấp 1,5 lần và 2,5 lần so với đầu năm 2021. Qua đó tạo cơ sở cho VIP khai thác chuyển theo hình thức SPOT, giúp VIP hưởng lợi từ cước vận tải thị trường tăng mạnh. Cụ thể, doanh thu vận tải theo chuyến SPOT của VIP trong năm 2021 và năm 2022 lần lượt đạt 191 tỷ đồng (+4.028,6% YoY) và 315 tỷ đồng (+65,7% YoY), giúp doanh thu mảng vận tải của VIP trong năm 2021 và năm 2022 lần lượt đạt 539,4 tỷ đồng (+40% YoY) và 590,2 tỷ đồng (+9,4% YoY).

Biểu đồ 26: Doanh thu vận tải năm 2021 - 2022 hưởng lợi từ giá cước SPOT tăng mạnh

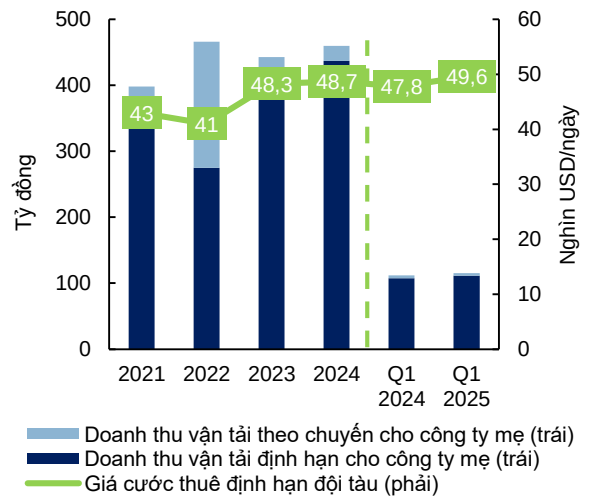


Nguồn: VIP, FPTS ước tính

Trong những năm gần đây, giá cước thuê đội tàu định hạn của VIP ký với công ty mẹ tăng, do nhu cầu tiêu thụ xăng dầu hồi phục, đội tàu được thuê định hạn ổn định ở mức 95% (+36 đpt so với năm 2022). Cụ thể, giá cước định hạn của VIP ký với công ty mẹ trong năm 2023 và năm 2024 lần lượt đạt 48.300 USD/ngày và 48.700 USD/ngày (+17,8% và 18,8% so với năm 2022), tốc độ tăng trưởng trung bình của giá cước thuê định hạn trong giai đoạn năm 2021 – 2024 đạt 4,2%/năm. Qua đó, doanh thu vận tải cho công ty mẹ năm 2023 và năm 2024 lần lượt đạt 443,6 tỷ đồng và 460,3 tỷ đồng (+11,5% và +15,7% so với năm 2021), tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình trong giai đoạn năm 2021 – 2024 đạt 5%/năm.

Quý 1 năm 2025, đội tàu của VIP tiếp tục được thuê định hạn ổn định từ công ty mẹ, tỷ trọng thuê đội tàu định hạn đạt 97%, giá cước cho thuê định hạn đội tàu của VIP đạt 49.600 USD/ngày (+3,8% YoY). Doanh thu vận tải cho công ty mẹ của VIP trong quý 1 năm 2025 đạt 115,2 tỷ đồng (+3% YoY).

Biểu đồ 27: Doanh thu vận tải cho công ty mẹ tăng trưởng do nhu cầu xăng dầu hồi phục



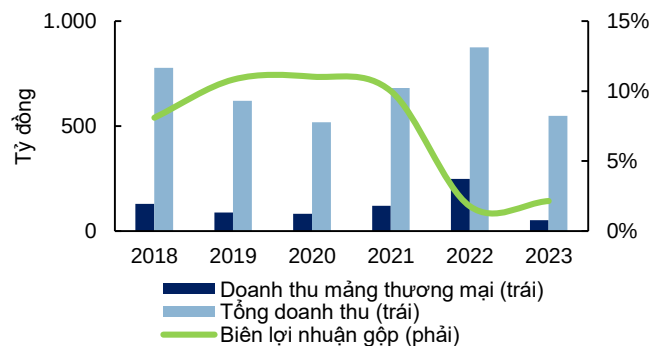
Nguồn: VIP, FPTS tổng hợp

II. Mảng xăng dầu thương mại

Từ những năm đầu hoạt động, VIP đã bắt đầu kinh doanh xăng dầu thương mại để hỗ trợ Tập đoàn phân phối xăng dầu. VIP nhập xăng dầu từ công ty đầu mối trong Tập đoàn với cơ chế chiết khấu theo số tiền cố định / lít để kinh doanh, cung ứng xăng dầu cho các tàu ở khu vực phía Bắc.

Với hoạt động kinh doanh biến động, dù doanh thu mảng thương mại xăng dầu trung bình giai đoạn 2018 – 2024 chiếm 16% tổng doanh thu nhưng biên lợi nhuận gộp trung bình chỉ khoảng 7%, tương tự với mức biên lợi nhuận gộp của VTO, doanh nghiệp vận tải biển trong cùng Tập đoàn.

Biểu đồ 28: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng thương mại xăng dầu của VIP



Nguồn: VIP

Với triển vọng thị trường tiêu thụ xăng dầu hồi phục giúp hoạt động kinh doanh xăng dầu của VIP tiếp tục ổn định trong tương lai.

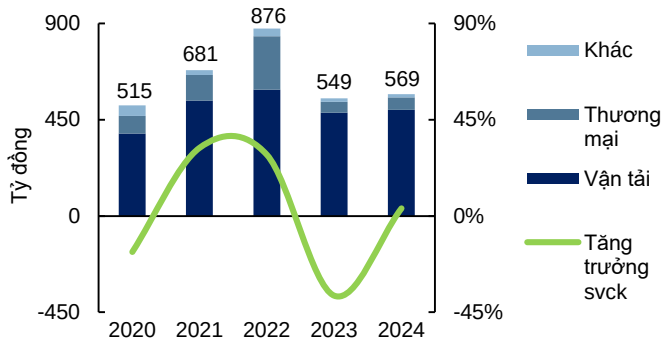
D. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

I. Hoạt động kinh doanh trong năm 2023 và năm 2024 cải thiện so với giai đoạn biến động trước đây nhờ nhu cầu xăng dầu của công ty mẹ hồi phục

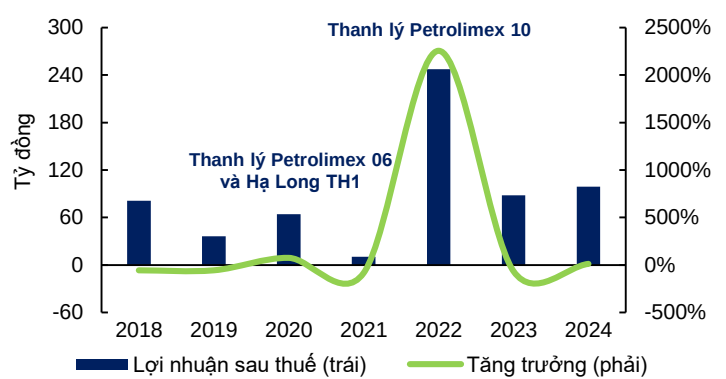
Nhờ hưởng lợi từ giá cước và giá xăng dầu tăng mạnh đột biến, doanh thu của VIP trong năm 2021 và năm 2022 lần lượt đạt 681,3 tỷ đồng (+32% YoY) và 876 tỷ đồng (+29% YoY). Trong đó, doanh thu mảng vận tải trong năm 2021 và năm 2022 lần lượt đạt 539,4 tỷ đồng (+40% YoY) và 590,2 tỷ đồng (+9,4% YoY), hưởng lợi từ giá cước SPOT tăng mạnh theo thị trường. Doanh thu mảng thương mại xăng dầu của VIP trong năm 2021 và năm 2022 lần lượt đạt 120 tỷ đồng (+46,9% YoY) và 250 tỷ đồng (+107,4% YoY), do hưởng lợi từ giá bán xăng dầu tăng mạnh. Cụ thể, theo *Bộ Công Thương*, trong năm 2021 và năm 2022, nhu cầu tiêu thụ cải thiện, giá xăng dầu Việt Nam tăng 41% và 27% so với năm trước, tạo điều kiện cải thiện doanh thu mảng thương mại xăng dầu của VIP. Tuy nhiên, do tình hình thị trường chung biến động, khiến giá vốn trong năm 2021 và năm 2022 của VIP tăng mạnh, qua đó biên lợi nhuận gộp trong năm 2021 và năm 2022 của VIP chỉ lần lượt đạt 4,4% (-10,9 đpt so với năm 2020) và 20,1% (+4,8 đpt so với năm 2020).

Đến năm 2023 và 2024, sản lượng vận chuyển và giá cước của VIP với công ty mẹ ổn định, giúp hoạt động kinh doanh cải thiện so với giai đoạn biến động trước đây, doanh thu của VIP trong năm 2023 và năm 2024 lần lượt tăng trưởng +24,7% và 29,5% so với năm 2020. Đồng thời, biên lợi nhuận gộp trong năm 2023 và năm 2024 của VIP đều hồi phục, lần lượt đạt 22% (+6,7 đpt so với năm 2020) và 28% (+12,7 đpt so với năm 2020). **Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng hoạt động mảng vận tải của VIP tiếp tục cải thiện so với giai đoạn trước, do đội tàu của VIP được thuê định hạn ở mức cao, với giá cước, nguồn hàng ổn định từ công ty mẹ.**

Biểu đồ 29: Cơ cấu doanh thu của VIP giai đoạn năm 2019 - 2024



Biểu đồ 30: Lợi nhuận sau thuế của VIP tăng đột biến do thanh lý tàu



Nguồn: VIP

Bên cạnh đó, lợi nhuận sau thuế của VIP cũng biến động mạnh do ghi nhận lợi nhuận đột biến từ việc thanh lý tàu. Cụ thể, lợi nhuận sau thuế trong năm 2020 và năm 2022 lần lượt đạt 64,1 tỷ đồng (+76% YoY) và 247,6 tỷ (+2.258% YoY), trong đó, lợi nhuận từ thanh lý các tàu Petrolimex 06, Hạ Long TH1 và Petrolimex 10 chiếm lần lượt 87,5% và 87,9% lợi nhuận sau thuế.

Trong thời gian ngắn hạn sắp tới, do các tàu viễn dương của VIP thường có thời gian hoạt động trung bình từ 20 - 25 năm, đồng thời theo quy định của *Bộ Giao thông vận tải*, các tàu ven biển thân sắt có thời gian hoạt động không quá 30 năm, **nên theo chúng tôi, VIP sẽ dừng hoạt động tàu Petrolimex 16 25 tuổi trong năm 2028 và tàu Petrolimex 15 30 tuổi vào năm 2029. Chúng tôi ước tính giá thanh lý tàu Petrolimex 16 là 120 tỷ đồng, tương ứng với giá thanh lý tàu Petrolimex 06 25 tuổi khởi điểm trong năm 2020 và giá thanh lý tàu Petrolimex 15 là 60 tỷ đồng (tính theo giá thanh lý phế liệu).**

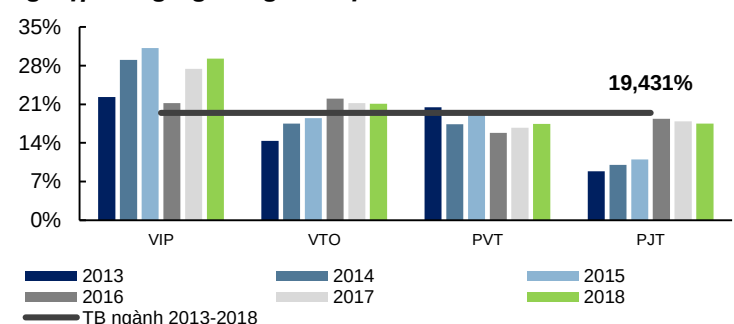
II. Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao do có lợi thế về chi phí nhiên liệu và lợi thế chi phí theo quy mô

1. Giai đoạn từ trước năm 2018: Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao trong ngành do có lợi thế về chi phí nhiên liệu và lợi thế chi phí theo quy mô

VIP có biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao trong ngành do có lợi thế về chi phí nhiên liệu và lợi thế chi phí theo quy mô khi khai thác đội tàu viễn dương (*Phụ lục 5*). Giai đoạn năm 2013 - 2018, đơn hàng vận chuyển của VIP cho Tập đoàn ổn định, giúp biên lợi nhuận gộp trung bình trong giai đoạn này đạt 26,7%.

So sánh với các doanh nghiệp cùng tập đoàn và cùng ngành, VIP luôn có biên lợi nhuận gộp tốt hơn. Cụ thể, biên lợi nhuận gộp trung bình trong giai đoạn năm 2013 - 2018 của VIP cao hơn mức trung bình ngành 7,3%.

Biểu đồ 31: VIP có biên lợi nhuận gộp cao hơn các doanh nghiệp cùng ngành giai đoạn 2013 - 2018



Nguồn: FPTs tổng hợp

Có thể thấy, biên lợi nhuận gộp của VIP neo ở mức cao, phụ thuộc vào tính ổn định của các đơn hàng của công ty mẹ, nên VIP được chia sẻ chi phí nhiên liệu, cũng như chủ động hơn trong việc sắp xếp lịch trình, nối chuyến, qua

đó tối ưu được chi phí vận hành và được hưởng giá cước ổn định. Đồng thời, tận dụng lợi thế chi phí theo quy mô với đội tàu viễn dương, có quy mô trung bình một tàu lớn hơn, giúp VIP có khả năng khai thác chi phí vận hành tốt hơn các đội tàu ven biển, đội tàu sông, cùng tập đoàn như VTO, PJT, PTS.

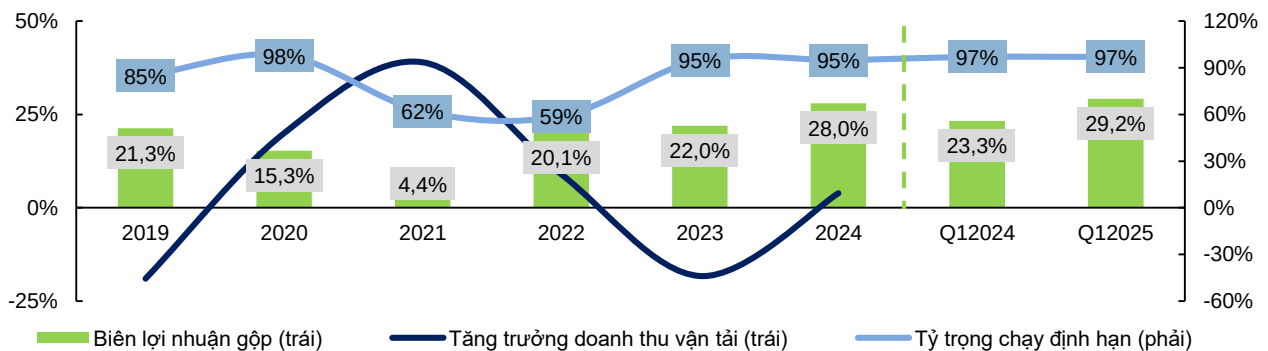
2. Giai đoạn sau năm 2018: Biên lợi nhuận gộp giảm do giá cước ký với công ty mẹ giảm và các chi phí trong giá vốn tăng mạnh

Giai đoạn năm 2019 – 2022, thị trường xăng dầu nói chung gặp khó khăn, biên lợi nhuận gộp của VIP giảm, trung bình trong giai đoạn này chỉ đạt 15,3% (-11,4 đpt so với giai đoạn trước), do giá cước định hạn và SPOT đều giảm cũng như giá vốn tăng mạnh. Cụ thể, nhu cầu công ty mẹ không ổn định khiến tỷ trọng chạy định hạn đội tàu VIP giảm, khiến VIP mất đi lợi thế về việc chia sẻ chi phí nhiên liệu, cũng như thiếu sự chủ động trong việc sắp xếp lịch trình, làm gia tăng chi phí sản xuất kinh doanh cơ bản như chi phí dừng chờ tại cảng, chi phí thuyền viên,...

Đặc biệt, trong năm 2021, biên lợi nhuận gộp của VIP chạm đáy 4,4% (-10,9 đpt YoY), do không chỉ chi phí nhiên liệu gia tăng mà còn dịch bệnh COVID-19 tác động nặng nề tới hoạt động vận tải, khiến giá cước định hạn giảm, VIP cũng phải chịu thêm các chi phí khác như xét nghiệm, cách ly,... trong thời kỳ dịch bệnh. Cụ thể, giá vốn mảng vận tải trong năm 2021 đạt 515,4 tỷ đồng (+57,9% YoY), trong đó, chi phí nhiên liệu của VIP trong năm 2021 đạt 108 tỷ đồng (+184% YoY).

Đến năm 2022, dù vẫn bị ảnh hưởng bởi dịch COVID-19, tuy nhiên, VIP ghi nhận doanh thu tăng trưởng do hưởng lợi từ giá cước và giá bán dầu tăng mạnh. Cụ thể, doanh thu vận tải trong năm 2022 đạt 876 tỷ đồng (+28,6% YoY), giúp biên lợi nhuận gộp cải thiện, đạt 20,1% (+15,7 đpt YoY).

Biểu đồ 32: Biên lợi nhuận gộp của VIP trong giai đoạn năm 2019 – quý 1 năm 2025

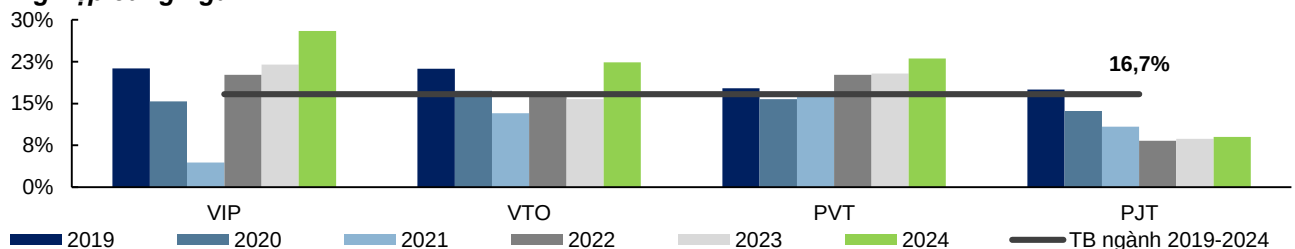


Nguồn: VIP, FPTS tổng hợp

Đến giai đoạn năm 2023 - 2024, đội tàu của VIP được công ty mẹ cải thiện tỷ trọng thuê định hạn, đạt 95% với giá cước ổn định. Cụ thể, biên lợi nhuận gộp trong năm 2023 và năm 2024 lần lượt đạt 22% và 28% (+1,9 đpt và 7,9 đpt so với năm 2022). Quý 1 năm 2025, biên lợi nhuận gộp của VIP tiếp tục neo ở mức cao, đạt 29,2% (+5,9 đpt so với cùng kỳ), do đội tàu của VIP tiếp tục được công ty mẹ thuê định hạn với tỷ trọng cao, đạt 97%, qua đó được hưởng lợi thế về chi phí giá vốn cũng như chủ động hơn trong việc sắp xếp lịch trình.

So sánh với doanh nghiệp cùng ngành, do những ảnh hưởng đề cập ở trên, biên lợi nhuận gộp trung bình trong giai đoạn năm 2019 – 2024 của VIP giảm còn 18,5% (-8,2 đpt so với giai đoạn từ trước năm 2018), xấp xỉ so với VTO và PVT, lần lượt có biên lợi nhuận gộp trung bình trong giai đoạn này đạt 17,8% và 19%.

Biểu đồ 33: Lợi thế biên lợi nhuận gộp của VIP suy giảm trong giai đoạn năm 2019 - 2024 khi so sánh cùng các doanh nghiệp cùng ngành



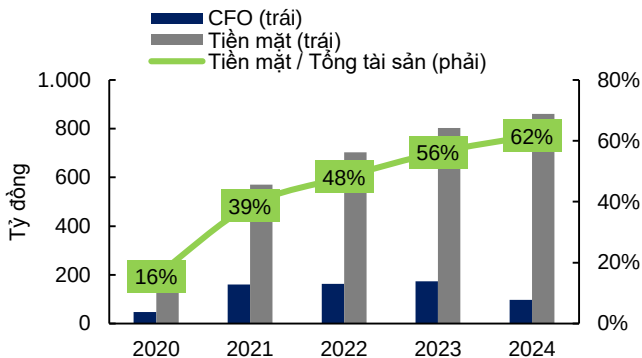
Nguồn: VIP, FPTS tổng hợp

III. Tỷ suất cổ tức tiền mặt trên thị giá cao nhờ cơ cấu tài chính ổn định

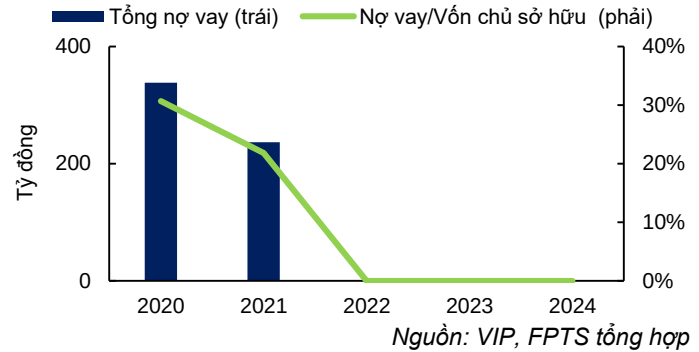
VIP có lượng tiền mặt dồi dào sinh ra từ lưu chuyển tiền thuần hoạt động kinh doanh qua các năm luôn dương. Từ năm 2021 đến nay, do không đầu tư tàu mới, doanh nghiệp gần như không cơ nợ vay trong các năm gần đây.

Chúng tôi kỳ vọng tình hình hình tài chính hiện tại giúp VIP có đủ nguồn lực để đầu tư mua tàu mới theo kế hoạch trong cuối năm nay. Cụ thể, chúng tôi giả định VIP tiến hành đầu tư tàu phân khúc MR 10 tuổi trọng tải 50.000 DWT có giá 28 triệu đô (xấp xỉ 700 tỷ đồng), với 50% vốn đối ứng, tương ứng giá trị 350 tỷ đồng. Hiện tại, phần vốn đối ứng để đầu tư tàu của VIP chỉ chiếm 40% lượng tiền mặt và tương đương tiền sẵn có của VIP.

Biểu đồ 34: VIP có lượng tiền mặt dồi dào



Biểu đồ 35: VIP không còn nợ vay do không đầu tư thêm tàu mới trong những năm gần đây



Nhờ có lượng tiền mặt dồi dào qua các năm, VIP có lịch sử trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn trong giai đoạn năm 2016 - 2024. Theo thống kê của chúng tôi, mức tỷ suất cổ tức (Mức trả cổ tức tiền mặt trên thị giá cổ phiếu) cao hơn lãi gửi tiết kiệm ngân hàng trong giai đoạn này. **Tại Đại hội đồng cổ đông năm 2025, VIP đặt ra kế hoạch trả cổ tức bằng tiền mặt cho cổ đông không thấp hơn mức 10%.**

Bảng 4: Lịch sử trả cổ tức bằng tiền mặt của VIP

Năm	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Tỷ lệ trả cổ tức (đ/cp)	800	800	800	500	600	500	1.200	1.000	1.000
Tỷ suất cổ tức (DPS)	21%	18%	20%	15%	14%	6%	17%	9%	7%
Lãi suất tiết kiệm 12 tháng	7%	4,5%	8%	7%	5,8%	6%	8,2%	5%	5.8%

Nguồn: VIP, FPTTS tổng hợp

E. TRIỂN VỌNG KINH DOANH & YẾU TỐ THEO DÕI

I. Mảng vận tải biển hưởng lợi từ tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu và kế hoạch đầu tư tàu mới [\(Quay lại\)](#)

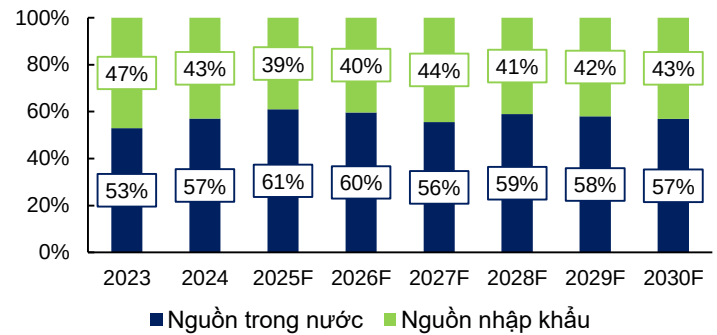
1. Sản lượng vận chuyển hưởng lợi từ tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu

Định hướng của PLX về nguồn cung xăng dầu là có thể ký hợp đồng định hạn với sản lượng tối đa từ các nguồn cung nội địa, do có lợi thế chi phí hơn so với việc nhập khẩu xăng dầu từ nước ngoài [\(Phụ lục 3\)](#). Tuy nhiên, 2 Nhà máy lọc dầu Dung Quất và Nghi Sơn có những năm bảo dưỡng tổng thể [\(Phụ lục 4\)](#) khiến nguồn cung thất thường, nên hiện tại, PLX thường giữ ổn định tỷ trọng 3 nguồn cung gồm (1) Nhà máy lọc dầu Dung Quất, (2) Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn và (3) nguồn nhập khẩu. Với những năm 2 nhà máy lọc dầu bảo dưỡng tổng thể, PLX sẽ tăng tỷ trọng nhập khẩu xăng dầu, tạo điều kiện để VIP vận chuyển xăng dầu nhập khẩu cho công ty mẹ.

Cụ thể, chúng tôi giả định trong giai đoạn năm 2025 – 2030, 2 nhà máy sẽ tiến hành bảo dưỡng tổng thể vào năm 2027, dẫn đến tỷ trọng nguồn cung xăng dầu nội địa của PLX giảm còn 56% (-4 đpt YoY), với tỷ trọng nguồn cung xăng dầu nhập khẩu đạt 44% (+4 đpt YoY).

Theo chúng tôi, với kỳ vọng mức tăng trưởng nhu cầu xăng dầu Việt Nam tăng nhanh hơn mức tăng trưởng nguồn cung xăng dầu nội địa, giúp tỷ trọng nguồn cung xăng dầu nhập khẩu của PLX giữ ở mức ổn định, trong ngưỡng từ 39% đến 43% trong giai đoạn năm 2025 – 2030.

Biểu đồ 36: Dự phóng tỷ trọng nguồn cung PLX đến năm 2030



Nguồn: PLX, FPTS tổng hợp

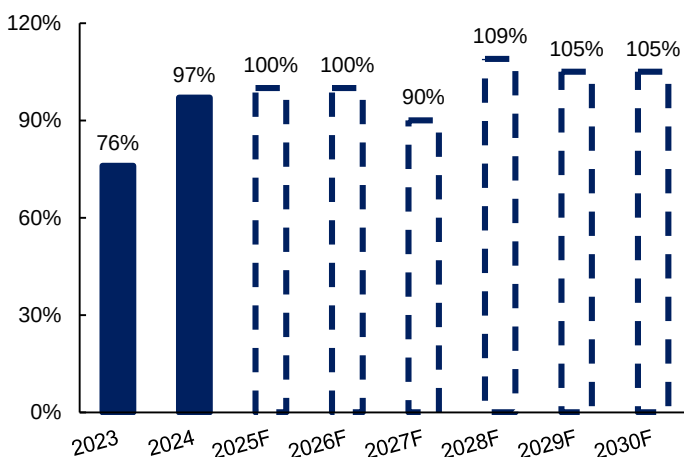
Nguồn cung xăng dầu nội địa tiếp tục tăng trưởng do 2 Nhà máy lọc dầu Dung Quất và Nghi Sơn hoạt động ổn định

Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn bắt đầu đi vào hoạt động từ năm 2018. Đến nay, nhà máy dần hoạt động ổn định và gia tăng công suất thực tế hàng năm. Theo chúng tôi, dự kiến từ năm 2025, nhà máy bắt đầu chạy đúng công suất thiết kế và đến năm 2028, sau khi bảo dưỡng tổng thể vào năm 2027, sẽ bắt đầu chạy vượt công suất, đạt hiệu suất trong ngưỡng từ 105% đến 109% (trừ những năm bảo dưỡng tổng thể), tương tự như hiệu suất của Nhà máy lọc dầu Dung Quất.

Nhà máy lọc dầu Dung Quất hoạt động vượt công suất trong những năm gần đây, liên tục duy trì hiệu suất trong ngưỡng từ 102% đến 114%.

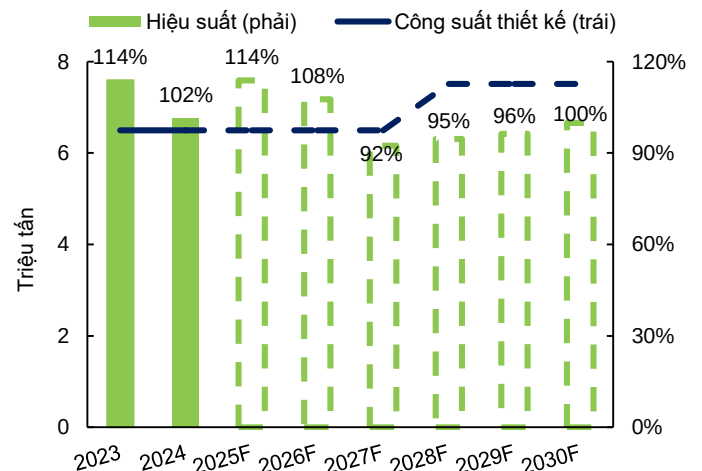
Giai đoạn năm 2024 - 2028, Nhà máy Lọc dầu Dung Quất dự kiến được đầu tư nâng công suất chế biến từ 148.000 thùng/ngày lên 171.000 thùng/ngày (+15,5%), sản phẩm đáp ứng tiêu chuẩn Euro V, dự kiến hoàn thành trong năm 2028. Hiện nay, tiến độ tổng thể hợp đồng tư vấn thiết kế kỹ thuật điều chỉnh (FEED) đang ở tháng thứ 4/7 theo kế hoạch và nhà máy cũng đã lựa chọn và ký hợp đồng tư vấn thu xếp vốn cho dự án với Ngân hàng PVcomBank. Nếu dự án mở rộng thực hiện đúng tiến độ, đến năm 2030, Nhà máy lọc dầu Dung Quất có thể chạy đúng công suất thiết kế chế biến 171.000 thùng/ngày. Theo chúng tôi, việc Nhà máy lọc dầu Dung Quất mở rộng công suất, làm gia tăng nguồn cung xăng dầu nội địa không phải yếu tố tác động tiêu cực tới VIP, do tốc độ tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ xăng dầu Việt Nam dự báo lớn hơn tốc độ tăng trưởng nguồn cung xăng dầu nội địa, tạo dư địa tăng trưởng sản lượng xăng dầu nhập khẩu, cũng như nhu cầu vận chuyển của công ty mẹ với VIP.

Biểu đồ 37: Dự phóng hiệu suất của Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn



Nguồn: NSR, PVN, FPTS ước tính

Biểu đồ 38: Dự phóng hiệu suất và công suất thiết kế của Nhà máy lọc dầu Dung Quất



Nguồn: FPTS tổng hợp

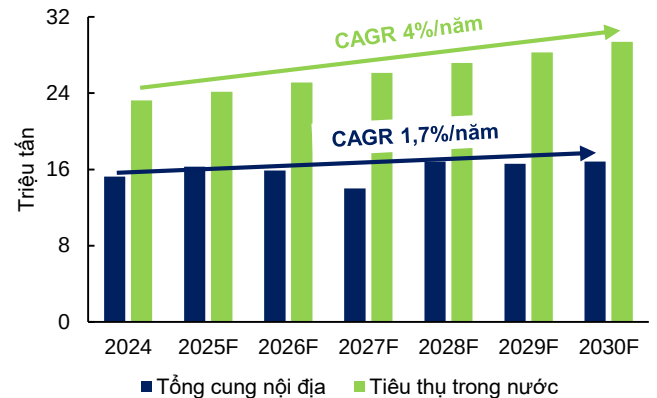
Tốc độ tăng trưởng nguồn cung nội địa trong giai đoạn năm 2024 - 2030 dự phóng đạt 1,7%/năm.

Tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ xăng dầu tại Việt Nam dự báo nhanh hơn mức tăng trưởng nguồn cung xăng dầu nội địa

Theo Bộ Tài chính, tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ xăng dầu tại Việt Nam dự báo đạt 4,0 - 4,5%/năm trong giai đoạn năm 2021 - 2050. Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng nguồn cung nội địa chỉ đạt trung bình 1,7%/năm trong giai đoạn năm 2024 – 2030. Theo chúng tôi, trong trung hạn, tỷ trọng nhập khẩu xăng dầu sẽ tăng nhẹ và duy trì trong ngưỡng từ 39% đến 44%. Qua đó, các doanh nghiệp vận chuyển xăng dầu nhập khẩu như VIP có thể hưởng lợi từ đơn hàng gia tăng.

Theo định hướng Chiến lược phát triển năng lượng quốc gia đến năm 2030, tầm nhìn đến 2045 của Nhà nước, nguồn cung nội địa cần đáp ứng tối thiểu 70% nhu cầu xăng dầu cả nước, nên trong dài hạn, tỷ trọng nhập khẩu xăng dầu có thể giảm khi có nhiều dự án lọc dầu mới.

Biểu đồ 39: Dự phóng tổng cung xăng dầu nội địa và sản lượng tiêu thụ xăng dầu Việt Nam



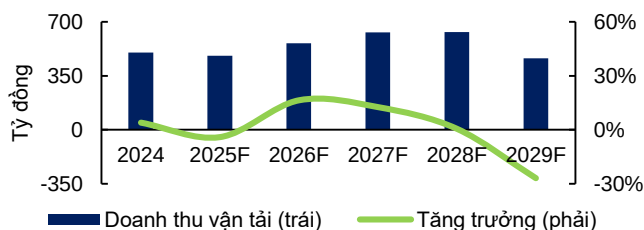
Nguồn: FPTs ước tính

2. Hoạt động kinh doanh cải thiện khi đầu tư thêm tàu mới

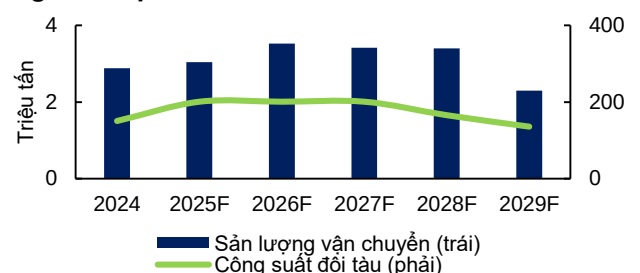
Trong năm 2025, chúng tôi giả định VIP tiến hành đầu tư tàu phân khúc MR 50.000 DWT 10 tuổi với giá 28 triệu đô vào cuối năm, dự kiến đi vào khai thác cuối năm. Qua đó, tổng công suất đội tàu của VIP sẽ tăng trưởng 33,2% so với trước khi đầu tư tàu. Kết hợp với giả định VIP hưởng lợi vận chuyển nguồn hàng ổn định từ công ty mẹ, doanh thu mảng vận tải năm 2026 ước tính đạt 559,9 tỷ đồng (+16% YoY), doanh thu tăng trưởng trung bình 9,7%/năm trong giai đoạn năm 2025 – 2028.

Tuy nhiên, do đội tàu đã già, chúng tôi giả định VIP dừng hoạt động tàu Petrolimex 16 25 tuổi trong năm 2028 và tàu Petrolimex 15 30 tuổi trong năm 2029. Qua đó, công suất đội tàu từ năm 2028 trở đi có xu hướng giảm dần, khiến sản lượng vận chuyển lần lượt đạt 3,4 triệu tấn (-0,5% YoY) và 2,3 triệu tấn (-32,6% YoY). Doanh thu mảng vận tải năm 2028 và năm 2029 lần lượt đạt 634,5 tỷ đồng (+1% YoY) và 463,5 tỷ đồng (-27% YoY).

Biểu đồ 40: Dự phóng doanh thu mảng vận tải của VIP



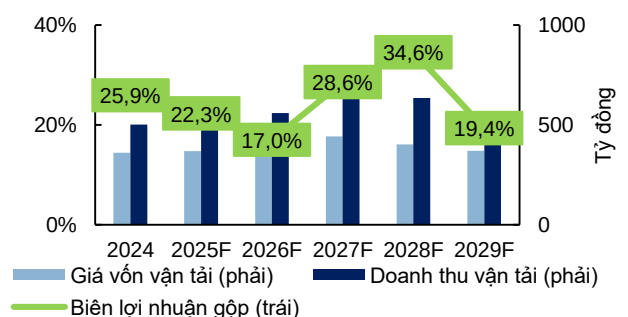
Biểu đồ 41: Dự phóng sản lượng vận chuyển và công suất đội tàu của VIP



Nguồn: FPTs ước tính

Về biên lợi nhuận gộp, năm 2025 dự phóng đạt 22,3% (-3,6 đpt YoY) do cuối năm hoàn thành đầu tư tàu và tiến hành khấu hao tài sản cố định, khiến khấu hao tăng 17%. Biên lợi nhuận gộp năm 2026 đạt 17% (-5,3 đpt YoY), do chi phí nhiên liệu, sửa chữa tăng mạnh khi tàu mới vào khai thác. Biên lợi nhuận gộp năm 2027 và 2028 dự phóng cải thiện, lần lượt đạt 28,6% (+11,6 đpt YoY) và 34,6% (+6 đpt YoY), do (1) doanh thu vận tải cải thiện và (2) khấu hao tài sản cố định giảm 18,3% từ năm 2027 do tàu Petrolimex 18 hết khấu hao. Biên lợi nhuận gộp năm 2029 đạt 19,4% (-15,2 đpt YoY) do doanh thu giảm mạnh khi dừng hoạt động các tàu Petrolimex 15 và 16.

Biểu đồ 42: Biên lợi nhuận gộp biến động do khấu hao TSCĐ thay đổi và tàu mới vào khai thác

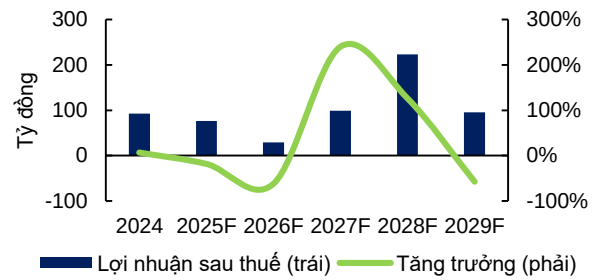


Nguồn: FPTs ước tính

Về lợi nhuận sau thuế, chúng tôi dự phóng năm 2025 đạt 76,3 tỷ đồng (-18% YoY), do ghi nhận tăng chi phí khấu hao tàu mới. Lợi nhuận sau thuế năm 2026 dự phóng đạt 29 tỷ đồng (-61,9% YoY) do (1) giá vốn mảng vận tải tăng mạnh và (2) chi phí lãi vay gia tăng do bắt đầu trả khoản vay đầu tư tàu.

Lợi nhuận sau thuế năm 2028 và năm 2029 dự phóng lần lượt đạt 223 tỷ đồng (+127,5% YoY) và 95 tỷ đồng (-57,3% YoY), với giả định VIP thanh lý các tàu Petrolimex 16 25 tuổi, Petrolimex 15 30 tuổi với mức giá lần lượt là 120 tỷ đồng và 60 tỷ đồng.

Biểu đồ 43: Lợi nhuận sau thuế tăng trưởng đột biến nhờ việc thanh lý tàu



Nguồn: FPTTS ước tính

II. Rủi ro đầu tư ([Quay lại](#))

1. Rủi ro biến động chi phí nhiên liệu đầu vào

VIP được giảm thiểu rủi ro biến động chi phí nhiên liệu khi ký hợp đồng định hạn với công ty mẹ, tuy nhiên, những năm công ty mẹ khó khăn làm giảm tỷ trọng thuê định hạn đội tàu, VIP đối mặt rủi ro gia tăng chi phí nhiên liệu cũng như chịu ảnh hưởng của biến động giá nhiên liệu.

Trong năm 2025, chúng tôi giả định tình hình kinh doanh xăng dầu của công ty mẹ ổn định do hưởng lợi từ nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tại Việt Nam hồi phục, qua đó, đội tàu của VIP tiếp tục được thuê định hạn ở mức cao trong năm 2025, đạt 95%, giúp chi phí nhiên liệu của VIP được chia sẻ với công ty mẹ. Cụ thể, chi phí nhiên liệu trong năm 2025 dự phóng giảm nhẹ so với năm 2024 (-3% YoY), chiếm tỷ trọng 10,2% trong giá vốn mảng vận tải.

2. Rủi ro biến động giá cước vận tải biển

Dù vận tải cho công ty mẹ với nguồn hàng sẵn có, giá cước ổn định, tuy nhiên giá cước vận tải của VIP vẫn chịu tác động từ diễn biến giá cước vận tải biển thế giới do VIP chạy cả chuyến định hạn, SPOT cho công ty mẹ và khách hàng ngoài.

Trong năm 2025, bối cảnh căng thẳng địa chính trị tiếp diễn có thể dẫn đến những thay đổi thất thường của thị trường giá cước. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá mức rủi ro biến động giá cước tác động đến VIP thấp hơn so với thị trường, do kỳ vọng đội tàu của VIP tiếp tục được thuê định hạn tỷ trọng cao với giá cước và nguồn hàng ổn định. Kết hợp với dự báo giá cước giảm nhẹ tại phân khúc tàu chở dầu thành phẩm, qua đó, chúng tôi ước tính giá cước cho thuê định hạn đội tàu ký với công ty mẹ đạt 45.800 USD/ngày (-5,5% YoY).

III. Yếu tố theo dõi

1. Tình hình đầu tư xây dựng trụ sở mới

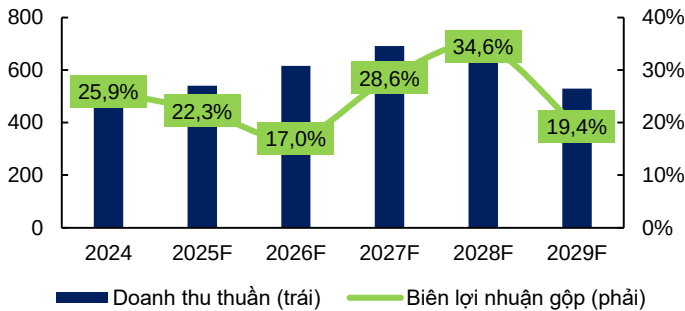
VIP đang triển khai kế hoạch đầu tư trụ sở Công ty sau khi đã đấu giá thành công đất và tài sản trên đất tại địa chỉ số 6 Cù Chính Lan (Hồng Bàng, Hải Phòng), sẽ tiến hành các bước đầu tư xây dựng trụ sở công ty từ cuối năm 2025 và dự kiến sử dụng trong năm 2026 với tổng mức đầu tư không quá 100 tỷ đồng. Chúng tôi giả định VIP hoàn thành kế hoạch đầu tư đúng thời hạn đặt ra, qua đó tài sản cố định của VIP trong năm 2026 tăng 100 tỷ đồng, được chuyển từ phần chi phí xây dựng cơ bản dở dang.

2. Dự án Bất động sản Anh Dũng VII

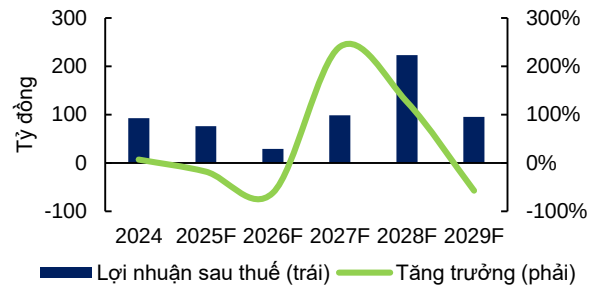
VIP có kinh doanh mảng bất động sản từ trước năm 2010. Doanh thu mảng bất động sản chiếm chưa tới 1% tổng doanh thu của VIP. Hiện tại, VIP chỉ còn Dự án Bất động sản Anh Dũng VII, là dự án nhà ở được VIP đầu tư với tổng giá trị 60 tỷ. VIP đang tiếp tục thoái vốn dự án này những năm gần đây. Do cơ cấu doanh thu không đáng kể nên chúng tôi không đưa mảng bất động sản vào mô hình định giá.

F. TỔNG HỢP KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ PHÓNG NĂM 2025

Biểu đồ 44: Dự phóng doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp



Biểu đồ 45: Dự phóng lợi nhuận sau thuế



Nguồn: FPT S ước tính

Chỉ tiêu	Giá định
Doanh thu thuần	Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của VIP trong năm 2025 đạt 541,9 tỷ đồng (-5% YoY). Trong đó: Doanh thu mảng vận tải trong năm 2025 dự phóng đạt 480,8 tỷ đồng (-4,1% YoY). Với giả định (1) giá cước cho thuê đội tàu trong năm 2025 đạt 45,800 USD/ngày (-5,5% YoY) do nguồn cung đội tàu thế giới vượt nhu cầu và (2) sản lượng vận chuyển đạt 2,9 triệu tấn (+1,9% YoY) do nhu cầu tiêu thụ xăng dầu Việt Nam dự báo hồi phục (+8% YoY). Trong giai đoạn năm 2025 - 2028, tốc độ tăng trưởng kép dự phóng đạt 9,7%/năm. Doanh thu mảng thương mại xăng dầu trong năm 2025 dự phóng đạt 43 tỷ đồng (-15% YoY) do giá bán xăng dầu dự báo giảm 19% so với cùng kỳ (theo <i>Cơ quan Quản lý Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ</i>). Doanh thu các mảng khác trong năm 2025 dự phóng đạt 17,3 tỷ đồng (-3,5% YoY), gần như đi ngang so với cùng kỳ.
Lợi nhuận gộp	Lợi nhuận gộp trong năm 2025 dự phóng đạt 120,8 tỷ đồng (-17,7% YoY) với biên lợi nhuận gộp đạt 22,3% (-3,6 đpt YoY) do (1) doanh thu mảng vận tải trong năm 2025 dự phóng giảm nhẹ so với cùng kỳ (-4,1% YoY) và (2) VIP ghi nhận khấu hao tàu mới, khấu hao tài sản cố định trong năm 2025 đạt 120,4 tỷ đồng (+17% YoY).
Lợi nhuận sau thuế	Lợi nhuận sau thuế trong năm 2025 dự phóng đạt 76,3 tỷ đồng (-17,8% YoY) do (1) doanh thu mảng vận tải giảm nhẹ so với cùng kỳ và (2) ghi nhận tăng chi phí khấu hao tàu mới.

G. CHI TIẾT CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ ([Quay lại](#))

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu VIP với mức giá mục tiêu là **15.400 VNĐ/cp**, cao hơn **22,7%** so với mức giá đóng cửa ngày 03/07/2025.

Kết quả định giá:

STT	Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Kết quả (VNĐ/cp)	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	15.526	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	15.257	50%
Giá mục tiêu (làm tròn)		15.400	

Thay đổi giả định mô hình DCF

Giả định mô hình		Giá định mô hình	
WACC	9,46%	Phần bù rủi ro	9,89%
Chi phí sử dụng nợ	0%	Hệ số Beta đòn bẩy	0,78
Chi phí sử dụng VCSH	12,12%	Tăng trưởng dài hạn	1,0%
Lãi suất phi rủi ro	2,55%	Thời gian dự phóng	8 năm
CAGR DTT 2025 - 2028	9,7%	CAGR LNST 2025 - 2028	40%

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VNĐ)		76.203
(+) Tiền mặt (tỷ VNĐ)		860,4
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VNĐ)		0
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)		1.044
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)		68,5
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		15.257
Tổng hợp định giá FCFE		
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)		105,8
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		15.526

H. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

Đơn vị: Tỷ đồng

HĐKD	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	549.614	569.811	541.090	616.622
- Giá vốn hàng bán	(432.355)	(422.044)	(420.424)	(511.756)
Lợi nhuận gộp	117.258	147.767	120.666	104.866
- Chi phí bán hàng	(3.688)	(3.713)	(3.225)	(3.675)
- Chi phí quản lí DN	(57.772)	(69.019)	(61.208)	(69.753)
Lợi nhuận thuần HĐKD	55.798	75.035	56.233	31.439
- (Lỗ)/lãi HĐTC	53.510	31.860	28.453	17.930
- Lợi nhuận khác	(640)	11.215	10.650	12.137
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	108.668	118.111	95.337	61.506
- Chi phí lãi vay	-	-	-	(25.200)
Lợi nhuận trước thuế	108.668	118.111	95.337	36.306
- Thuế TNDN	(21.730)	(25.205)	(19.067)	(7.261)
LNST công ty mẹ	86.938	92.906	76.269	29.045
EPS (đ/cp)	1.079	1.092	1.114	424

Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	21,3%	25,9%	22,3%	17,0%
Tỷ suất LNST	15,8%	16,3%	14,1%	4,7%
ROE DuPont	6,8%	7,3%	6,0%	2,4%
ROA DuPont	6,0%	6,6%	4,9%	1,8%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	19,8%	20,7%	17,6%	10,0%
LNST/LNTT	80,0%	78,7%	80,0%	80,0%
LNTT / EBIT	100,0%	100,0%	100,0%	59,0%
Vòng quay tổng tài sản	0,4x	0,4x	0,3x	0,4x
Đòn bẩy tài chính	1,1x	1,1x	1,2x	1,4x

CĐKT	2023	2024	2025F	2026F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương tiền	803.412	860.394	580.675	475.655
+ Đầu tư TC ngắn hạn				
+ Các khoản phải thu	68.622	74.004	69.367	79.667
+ Hàng tồn kho	76.802	80.916	77.644	94.511
+ Tài sản ngắn hạn khác	3.500	4.198	4.182	5.090
Tổng tài sản ngắn hạn	952.337	1.019.511	731.868	655.099
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1.846.679	1.849.951	2.550.309	2.652.159
+ Khấu hao lũy kế	(1.412.784)	(1.519.28 0)	(1.639.69 3)	(1.762.85 6)
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	433.895	330.671	910.616	889.303
+ Đầu tư tài chính dài hạn	6.383	9.478	9.478	9.478
+ Tài sản dài hạn khác	29.691	33.098	30.286	34.485
Tổng tài sản dài hạn	475.057	374.697	971.830	934.716
Tổng tài sản	1.427.394	1.394.208	1.703.699	1.589.816
Nợ & VCSH				
+ Phải trả người bán	110.398	51.006	62.733	75.850
+ Vay và nợ ngắn hạn	-	-	-	-
+ Quỹ khen thưởng phúc lợi	26.718	10.988	15.202	17.324
Nợ ngắn hạn	137.116	61.994	77.421	93.576
+ Vay và nợ dài hạn	-	-	350.000	280.000
Nợ dài hạn	15.567	44.126	383.310	321.151
Tổng nợ	152.683	106.120	383.585	320.882
+ Thặng dư	10.935	10.935	461.521	414.055
+ Vốn điều lệ	684.709	684.709	684.709	684.709
+ LN chưa phân phối	272.708	286.087	289.871	223.453
Vốn chủ sở hữu	1.274.710	1.288.088	1.242.178	1.175.760
Tổng cộng nguồn vốn	1.427.394	1.394.208	1.703.699	1.589.816

Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F
Chỉ số thanh toán hiện hành	6,9x	16,4x	9,4x	7,0x
Chỉ số thanh toán nhanh	6,4x	15,1x	8,4x	6,0x
Chỉ số thanh toán tiền mặt	5,9x	13,9x	7,5x	5,1x
Nợ / Tài sản	0,1x	0,1x	0,3x	0,3x
Nợ / VCSH	0,1x	0,1x	0,4x	0,4x
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,1x	0,0x	0,1x	0,1x
Nợ dài hạn / VCSH	0,0x	0,0x	0,3x	0,3x
Khả năng trả lãi vay	N/A	N/A	N/A	2,2x

Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F
Số ngày phải thu	61,47	45,68	48,36	44,11
Số ngày tồn kho	61,73	68,20	68,83	61,39
Số ngày phải trả	95,18	69,79	49,37	49,42
Số ngày chuyển đổi tiền mặt	28,02	44,09	67,81	56,08
Giá vốn hàng bán / Hàng tồn kho	6,2x	5,5x	5,2x	6,6x

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Phân khúc MR, LR2 tăng trưởng mạnh ([Quay lại Tổng quan ngành](#))

Bảng 5: Các phân khúc tàu phục vụ vận tải xăng dầu hiện nay

Phân khúc tàu	Trọng tải (DWT)	Tuyến phù hợp
Handysize	10.000 - 39.999	Luồng hàng ngắn, ven biển
Medium Range (MR)	40.000 - 54.999	Chủ yếu là tuyến nội Á, liên khu vực, cũng có thể vận chuyển tuyến xuyên lục địa
Long Range 1 (LR1)	55.000 - 79.999	Hiệu quả hơn MR trên các tuyến dài với lượng hàng lớn hơn Có thể đi tuyến Trung Đông đến châu Á và châu Âu
Long Range 2 (LR2)	80.000 - 124.999	Tối ưu cho tuyến dài như Trung Đông đến châu Âu, Á
Aframax	125.000 - 180.000	Chủ yếu dùng cho dầu thô, nhưng có thể dùng để chở dầu thành phẩm trong một số trường hợp đặc biệt

Nguồn: FPTTS tổng hợp

Phân khúc tàu MR tăng trưởng mạnh do Châu Á là trung tâm phát triển:

- (1) Châu Á là trung tâm tiêu thụ năng lượng lớn, với nền kinh tế tăng trưởng mạnh.
- (2) Việc nhập khẩu và tiêu thụ xăng dầu đòi hỏi tốc độ nhanh, tần suất cao mà không cần chờ khối lượng quá lớn cho một chuyến. Đồng thời, các tuyến nội Á thường có khoảng cách ngắn/trung bình.
- (3) Cảng nội địa ở Châu Á đa phần không thể tiếp nhận tàu LR2 dễ dàng, do hạn chế về cơ sở hạ tầng, nên tàu MR càng có lợi thế.

Phân khúc tàu LR2 tăng trưởng mạnh do Nga bị cấm vận:

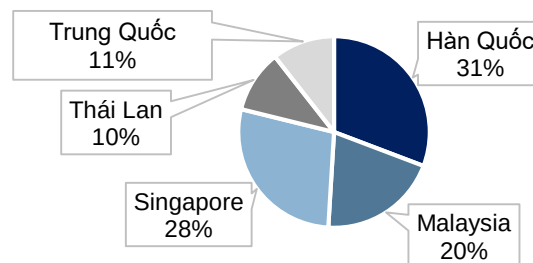
- (1) Lệnh cấm vận khiến Châu Âu phải nhập khẩu xăng dầu xa hơn (từ Mỹ, Trung Đông, Ấn Độ) qua đó khiến nhu cầu thuê tàu phân khúc tàu LR2 tăng vọt để thay thế nguồn cung từ Nga.
- (2) Tàu LR2 phù hợp cho các tuyến dài vì giúp giảm chi phí vận chuyển trên mỗi đơn vị hàng hóa (Lợi thế theo quy mô – [Phụ lục 5](#)).

Phụ lục 2: Các doanh nghiệp phân phối xăng dầu Việt Nam được nhập khẩu xăng dầu với mức thuế ưu đãi thông qua các Hiệp định Thương mại Tự do FTA ([Quay lại Hoạt động kinh doanh](#))

Việt Nam nhập khẩu xăng dầu chủ yếu từ các nước châu Á, trong đó đứng đầu về sản lượng nhập khẩu năm 2024 là Hàn Quốc, đạt 3,2 triệu tấn (chiếm 31% tổng sản lượng xăng dầu nhập khẩu).

Xăng dầu nhập khẩu được hưởng mức thuế suất nhập khẩu ưu đãi thông qua việc Việt Nam ký kết các Hiệp định thương mại Tự do FTA với các nước xuất khẩu.

Biểu đồ 46: Tỷ trọng sản lượng nhập khẩu xăng dầu theo khu vực năm 2024



Nguồn: Tổng cục Hải quan

Bảng 6: Mức thuế suất nhập khẩu ưu đãi của Việt Nam với mặt hàng xăng, dầu

Hiệp định Thương mại Tự do	Quốc gia ký kết	Năm hiệu lực	Mức thuế suất nhập khẩu	
			Xăng	Dầu
VKFTA	Hàn Quốc	2015	8%	0%
ATIGA	Các nước ASEAN (gồm Singapore, Malaysia, Thái Lan)	2010	0%	0%
MFN	Các nước WTO (gồm Trung Quốc)	2007	10%	7%

Nguồn: VCCI, FPTS tổng hợp

Phụ lục 3: So sánh ưu nhược điểm mua xăng dầu trong nước và nhập khẩu ([Quay lại Sản lượng vận chuyển](#)) ([Quay lại Triển vọng](#))

Bảng 7: So sánh ưu nhược điểm mua xăng dầu trong nước và nhập khẩu

Chỉ tiêu	Mua trong nước		Nhập khẩu
	BSR	NSR	
Chất lượng	EU2, EU3	EU3, EU4	EU5
Giá cả	Giá Platts + Premium	Giá Platts + Thuế nhập khẩu	Giá Platts + Thuế nhập khẩu
Thời gian giao nhận xăng dầu	Nhanh hơn	Nhanh hơn	Chậm hơn
Chi phí vận chuyển	Thấp hơn	Thấp hơn	Cao hơn
Thanh toán	Nội tệ	Nội tệ	Ngoại tệ
Rủi ro tỷ giá	Không	Không	Có

Nguồn: Báo cáo định giá lần đầu PLX – FPTS

Phụ lục 4: Nguồn cung nội địa thất thường do các đợt bảo dưỡng tổng thể (BDTT) ([Quay lại Triển vọng](#))

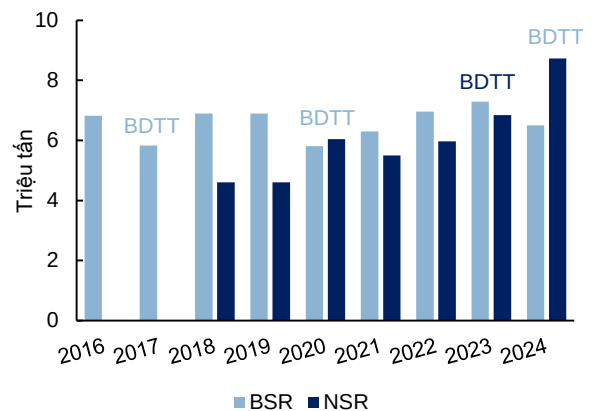
Nhà máy lọc dầu Dung Quất và Nghi Sơn có chu kỳ bảo dưỡng tổng thể 4 - 5 năm/lần. Mỗi lần kéo dài 40-60 ngày, khiến hiệu suất sản xuất năm đó giảm.

Nhà máy lọc dầu Dung Quất (Công suất thiết kế đạt 6,5 triệu tấn/năm) thường chạy vượt công suất, trong ngưỡng từ 105% đến 107% trong những năm gần đây. Tuy nhiên, trong những năm bảo dưỡng tổng thể, hiệu suất nhà máy chỉ đạt 91%.

Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn (Công suất thiết kế đạt 10 triệu tấn/năm) bắt đầu hoạt động từ năm 2018 và đang dần hoạt động ổn định. Năm 2023 là lần bảo dưỡng tổng thể đầu tiên của nhà máy, hiệu suất đạt 76%.

2 nhà máy đi vào hoạt động giúp gia tăng nguồn cung xăng dầu nội địa. Nguồn cung từ 2 Nhà máy lọc dầu này đáp ứng ổn định 50-70% nhu cầu nội địa Việt Nam.

Biểu đồ 47: Sản lượng sản xuất của Nhà máy lọc dầu Dung Quất và Nghi Sơn



Nguồn: BSR, NSRP

Phụ lục 5: Lợi thế kinh tế theo quy mô của tàu chở dầu (Tanker) ([Quay lại Biên lợi nhuận gộp](#))

Lợi thế kinh tế theo quy mô là hiện tượng khi quy mô sản xuất hoặc hoạt động tăng lên thì chi phí trung bình trên mỗi đơn vị sản phẩm giảm xuống. Trong ngành vận tải biển, việc ngày càng mở rộng quy mô tàu dẫn đến tiết kiệm

về chi phí vận tải trung bình hơn. Theo *Bernacki (2021)*², điều này là do chi phí vốn, chi phí vận hành và chi phí chuyển đi không tăng tỷ lệ thuận với sức chứa hàng hóa. Ví dụ, một tàu chở dầu trọng tải 330.000 DWT có giá đầu tư gấp đôi tàu trọng tải 110.000 DWT, nhưng nó chở lượng hàng gấp ba lần, tức là chi phí cho mỗi tấn để vận chuyển 110.000 tấn dầu cao hơn nhiều so với chi phí vận chuyển một lô hàng 330.000 tấn. Cụ thể, lợi thế theo quy mô của từng loại chi phí khi mở rộng công suất đội tàu được thể hiện qua bảng sau đây.

Bảng 8: Lợi thế kinh tế về chi phí vận tải khi tăng quy mô tàu

Loại chi phí vận tải	Hệ số co giãn	Ý nghĩa
Chi phí vận hành (Chi phí thuyền viên, quản trị,...)	0,262	Khi tăng quy mô tàu 1%, chi phí vận hành tăng khoảng 0,262%
Chi phí vốn hàng ngày (Chi phí bảo hiểm, sửa chữa,...)	0,407	Khi tăng quy mô tàu 1%, chi phí vốn hàng ngày tăng khoảng 0,407%
Chi phí nhiên liệu	0,575	Khi tăng quy mô tàu 1%, chi phí nhiên liệu tăng khoảng 0,575%
Chi phí cảng	0,449	Khi tăng quy mô tàu 1%, chi phí cảng tăng khoảng 0,449%

- **Hệ số co giãn của chi phí vận tải theo quy mô tàu** là chỉ số đo lường mức độ thay đổi của chi phí vận tải khi quy mô tàu thay đổi. Khi hệ số này nhỏ hơn 1, việc tăng quy mô tàu có mang lại hiệu quả kinh tế theo quy mô.

Nguồn: *Bernacki (2021)*

Khi so sánh quy mô trung bình một tàu của VIP với các doanh nghiệp cùng ngành và cùng tập đoàn, đội tàu của VIP có quy mô trung bình một tàu lớn hơn, giúp đội tàu có lợi thế chi phí theo quy mô tốt hơn.

Bảng 9: So sánh công suất trung bình một tàu giữa các doanh nghiệp vận tải đường thủy cùng Tập đoàn

Doanh nghiệp	VIP	VTO	PJT	PTS
Công suất trung bình một tàu (DWT)	37.500	16.000	4.580	1.290

Nguồn: *FPTS tổng hợp*

² [Bernacki, D. \(2021\). Revealing the impact of increased tanker size on shipping costs.](#) (Ngày truy cập: 12/06/2025)

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS không nắm giữ cổ phiếu VIP, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Số 52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1,
TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888