

CTCP VẬN TẢI BIỂN VIỆT NAM (HSX: VOS)
Phan Ngọc Chi

Chuyên viên Tư vấn đầu tư

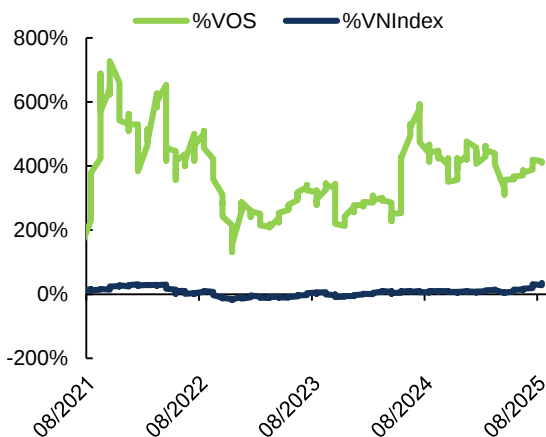
 Email: chipn@fpts.com.vn

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 VOS & VNIndex

 Giá hiện tại: **15.300**

 Giá mục tiêu: **14.400**

 Tăng/(Giảm): **-5,9%**
Khuyến nghị
THEO DÕI
**MẢNG VẬN TẢI KÉM KHẢ QUAN
TỪ GIÁ CƯỚC VẬN TẢI THẤP**

Dựa trên phương pháp so sánh EV/EBITDA, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu VOS với mức giá mục tiêu là 14.400 đồng/cp, thấp hơn 5,9% so với mức giá đóng cửa ngày 25/08/2025. Nhà đầu tư có thể cân nhắc mua vào cổ phiếu VOS ở mức giá 12.500 đồng/cp, tương đương mức sinh lời kỳ vọng 15%.

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của VOS năm 2025 lần lượt đạt 2.738 tỷ đồng (-51% YoY & 45,6% KH2025) và 37,2 tỷ đồng (-89% YoY & 10% KH2025) dựa trên các luận điểm dưới đây. ([Chi tiết triển vọng](#))

Mảng vận tải biển:

Nhóm tàu hàng rời: VOS đưa vào hoạt động các tàu cỡ Supramax ([Phụ lục](#)) mới từ đầu năm, giúp công suất nhóm tàu tăng trưởng 63% YoY. Nhờ đó, doanh thu nhóm tàu dự phóng đạt 1.280 tỷ đồng (+31,5% YoY).

Nhóm tàu dầu: Giá cước dầu dự báo giảm 15% - 20% trong năm 2025 do nguồn cung vượt nhu cầu. Đồng thời, VOS đã trả 2 tàu dầu thuê cho các chủ tàu, khiến công suất nhóm tàu này giảm 34% YoY. Qua đó, doanh thu nhóm tàu này dự phóng đạt 479,3 tỷ đồng (-48,8% YoY).

Từ đó chúng tôi dự phóng doanh thu vận tải năm 2025 đạt 2.047 tỷ đồng (-7,5% YoY). Giá cước vận tải dự báo giảm trong khi giá vốn vận hành neo cao do đội tàu lớn tuổi khiến biên lợi nhuận gộp năm 2025 dự phóng thu hẹp, đạt -0,3% (-4,9 đpt).

Mảng thương mại than: Giá than và giá cước vận tải hàng rời dự báo giảm giúp các chủ hàng than nước ngoài có lợi thế mặc cả giá cước vận chuyển của VOS đối với các đơn hàng nhập khẩu than, khiến VOS hạn chế ký các hợp đồng thương mại kết hợp vận chuyển do không có hiệu quả về chi phí vận tải. Qua đó, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng này đạt 690,7 tỷ đồng (-79,7% YoY). Sản lượng thương mại than ước tính đạt 0,4 triệu tấn (-88,6% YoY).

RỦI RO ĐẦU TƯ ([Chi tiết](#))

Rủi ro biến động giá cước. Năm 2025, giá cước dự báo ở mức thấp so với năm trước do cầu chưa cải thiện và cung tàu dư thừa.

Gia tăng chi phí vận hành do đội tàu quá tuổi khiến doanh nghiệp phải chịu thêm nhiều chi phí nhiên liệu, sửa chữa, bảo dưỡng tàu và phải vận hành dưới giá vốn khi giá cước vận tải giảm.

Gia tăng chi phí lãi vay từ vay ngân hàng để đầu tư tàu. Chúng tôi ước tính khi lãi suất tăng 1%, lợi nhuận trước thuế giảm 13,5%.

Thông tin giao dịch
25/08/2025

Giá đóng cửa (VNĐ/cp) 15.300

Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp) 17.900

Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp) 11.250

Số lượng CP niêm yết (Triệu cp) 140

Số lượng CP lưu hành (Triệu cp) 140

KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày) 4.579.854

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%) 1,4

Vốn hóa (tỷ VNĐ) 2.002

EPS Trailing 12 tháng (VNĐ/cp) 1.982

P/E Trailing 12 tháng 7,21

Tổng quan doanh nghiệp

Tên CTCP Vận tải biển Việt Nam

Số 215 phố Lạch Tray, Phường Gia

Địa chỉ Viên, Thành phố Hải Phòng, Việt Nam

HĐKD chính Vận tải biển

Chi phí chính Nhiên liệu, dịch vụ mua ngoài

Rủi ro chính Biến động giá cước, gia tăng chi phí vận hành do đội tàu lớn tuổi, gia tăng chi phí lãi vay

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 1H2025

Doanh thu thuần đạt 1297,9 tỷ đồng (-56,3% YoY & 21,6% KH2025), trong khi lợi nhuận sau thuế đạt âm 43,6 tỷ đồng. Trong đó, doanh thu mảng vận tải biển 1H2025 đạt 960 tỷ đồng (-18,4% YoY) do giá cước vận tải giảm mạnh so với cùng kỳ.

Biên lợi nhuận gộp 1H2025 đạt -0,1% (-2,8 đpt YoY) do giá cước neo ở mức thấp, đội tàu tiếp tục phải vận hành dưới giá vốn.

A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

I. Lịch sử hình thành

1970: Thành lập theo Quyết định của Bộ Giao thông Vận tải.

2008 - 2010: Chuyển đổi từ mô hình Công ty 100% vốn nhà nước sang mô hình công ty cổ phần, lấy tên gọi CTCP Vận tải biển Việt Nam. Vốn điều lệ đạt 1.400 tỷ đồng. Niêm yết trên sàn HOSE.

2013 – 2024: VOS không đầu tư thêm tàu mới, đội tàu lớn tuổi với quy mô ngày càng thu hẹp.

1H2025: Đầu tư 2 tàu hàng rời cỡ Supramax và thuê thêm 2 tàu hàng rời cỡ Supramax theo hình thức thuê bareboat¹. Tổng trọng tải đội tàu (bao gồm tất cả các tàu do công ty tự đầu tư và tàu thuê bên ngoài) đạt 541.643 DWT, với 10 tàu hàng rời, 3 tàu dầu/hóa chất và 2 tàu container.

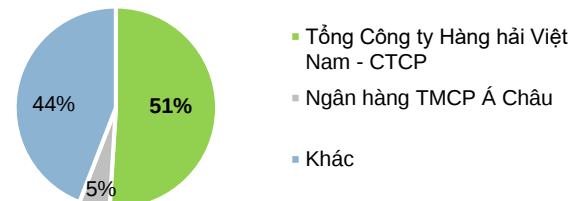


II. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông của VOS cô đặc với 51% cổ phần nắm giữ bởi Tổng Công ty Hàng hải Việt Nam (VIMC).

VIMC và các công ty con trong tập đoàn có vai trò cung cấp nguồn vật liệu hàng hải và dịch vụ cảng cho VOS. Năm 2024, chi phí mua hàng hóa, dịch vụ từ công ty mẹ và các công ty cùng tập đoàn chiếm 31,5% chi phí dịch vụ mua ngoài mảng vận tải của VOS.

Biểu đồ 2: Cơ cấu cổ đông của VOS (25/08/2025)



Nguồn: VOS

Bên cạnh đó, VIMC cũng tạo điều kiện kinh doanh cho VOS thông qua việc cho VOS thuê tàu định hạn với mức giá cho thuê ưu đãi hơn so với thị trường. Cụ thể, từ năm 2021, VIMC đã cho VOS thuê 2 tàu dầu cỡ Handysize với giá cho thuê 1 tàu khoảng 3.000 USD/ngày (thấp hơn 50% so với giá thị trường hiện nay). Hiện nay, VOS chỉ còn thuê 1 tàu dầu từ VIMC (chiếm 17% công suất nhóm tàu dầu) sau khi đã trả 1 tàu từ đầu năm 2025.

III. Hoạt động kinh doanh chính

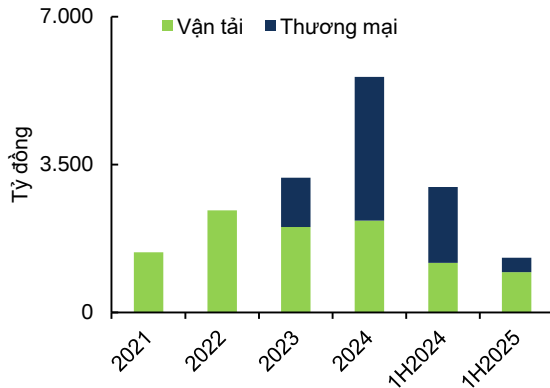
Hoạt động kinh doanh chính của VOS là cung cấp dịch vụ vận tải biển và kinh doanh thương mại than. Với mảng vận tải biển, VOS vận tải với các nhóm tàu hàng rời, dầu/hóa chất và container tại cả khu vực nội địa và quốc tế. Từ năm 2023, VOS mở rộng thêm mảng thương mại than, nhập khẩu than từ đối tác nước ngoài để bán tại thị trường nội địa. Hoạt động này giúp VOS cải thiện kết quả kinh doanh chung, cũng như giúp VOS có thêm hợp đồng vận chuyển chở than cho chủ hàng thông qua việc khai thác vận tải nhóm tàu hàng rời.

Trong 1H2025, doanh thu mảng vận tải và thương mại than lần lượt chiếm 74% và 26% tổng doanh thu của VOS, lợi nhuận gộp lần lượt đạt -4,4 tỷ đồng và 2,7 tỷ đồng tương ứng biên lợi nhuận gộp lần lượt đạt -0,5% (-5 đpt YoY)

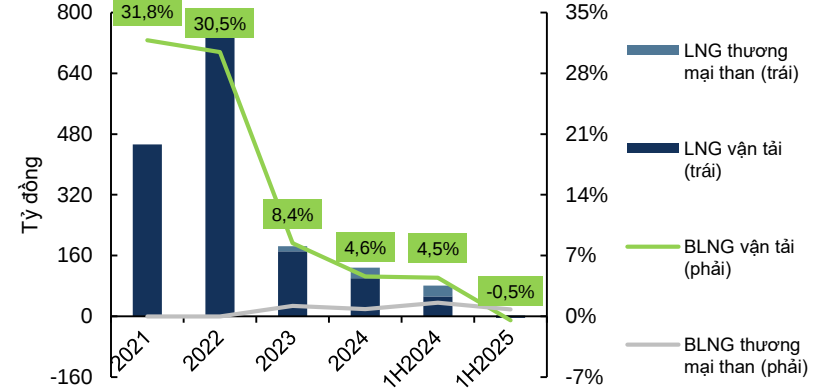
¹ Thuê bareboat (Thuê tàu trần) là hình thức thuê tàu không kèm thủy thủ đoàn, trong đó người thuê chịu toàn bộ chi phí và trách nhiệm vận hành tàu như chủ sở hữu.

và 0,8% (-0,8 đpt YoY). Biên lợi nhuận gộp vận tải tiếp tục neo ở mức thấp (Biên lợi nhuận gộp vận tải năm 2021 và 2022 neo ở mức cao do cước thị trường tăng đột biến, theo chúng tôi, biên lợi nhuận gộp giai đoạn này không phản ánh đúng hiệu quả hoạt động của VOS) do chi phí vận hành không hiệu quả, đội tàu lớn tuổi khiến các chi phí nhiên liệu, sửa chữa, bảo dưỡng, thuê ngoài tăng mạnh qua các năm. Nhiều thời điểm khi giá cước thị trường tiêu cực, đội tàu của VOS phải vận hành dưới giá vốn. Để khắc phục vấn đề đội tàu lớn tuổi, từ năm 2024, ban lãnh đạo có định hướng đầu tư trẻ hóa và mở rộng đội tàu.

Biểu đồ 3: Cơ cấu doanh thu giai đoạn năm 2021 – 1H2025



Biểu đồ 4: Cơ cấu lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp giai đoạn năm 2021 – 1H2025



Nguồn: VOS

B. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 1H2025

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2/2024	Q2/2025	%YoY	1H2024	1H2025	%YoY	KH2025	%KH
Doanh thu thuần	1.872	835,8	-55,4%	2.969,5	1.297,9	-56,3%	6000	21,6%
Vận tải biển	608,1	498,9	-18%	1.176	960	-18,4%		
Thương mại than	1.264,00	336,9	-73,3%	1.793,3	337,7	-81,2%		
Giá vốn hàng bán	1895	802,7	-57,6%	2.888,5	1.299,6	-55%		
Vận tải biển	648,5	468,6	-27,7%	1.123,7	964,6	-14,2%		
Thương mại than	1246,7	334,1	-73,2%	1.764,9	335	-81%		
Lợi nhuận gộp	-23,1	33,1	-243,3%	80,9	(1,7)	N/a		
Vận tải biển	-40,4	30,3	N/a	52,5	(4,4)	N/a		
Thương mại than	17,3	2,8	-83,8%	28,4	2,7	-90,5%		
Doanh thu tài chính	16,2	20,8	28,4%	31,9	35,2	10,3%		
Chi phí tài chính	3,5	8,5	142,9%	4,8	14,8	208,3%		
Chi phí lãi vay	0,06	7	11.566,7%	0,1	9,8	16.233%		
Chi phí bán hàng	17,3	16,2	-6,4%	34,6	30,2	-12,7%		
Chi phí QLDN	22,8	18,3	-19,7%	42,3	31,2	-26,2%		
Lợi nhuận HĐKD	-48,9	11,7	N/a	33,6	(41,4)	N/a		
Lợi nhuận trước thuế	344,3	10,3	-97,0%	427,3	(43,7)	N/a	376	0%
Thuế TNDN	60,4	0	-100,0%	68,8	(0,1)	N/a		
Lợi nhuận sau thuế	283,9	10,3	-96,4%	358,4	(43,6)	N/a		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	-1,2%	4,0%	5,2%	2,7%	-0,1%	-2,8 đpt		
Chi phí bán hàng/DT	0,9%	1,9%	1,0%	1,2%	2,3%	+1,1 đpt		
Chi phí QLDN/DT	1,2%	2,2%	1,0%	1,4%	2,4%	+1 đpt		
Tỷ suất lợi nhuận HĐKD	-2,6%	1,4%	4,0%	1,1%	-3,2%	-4,3 đpt		
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	15,2%	1,2%	-13,9%	12,1%	-3,4%	-15,5 đpt		

Nguồn: VOS, FPTS tổng hợp

I. Mảng vận tải kém khả quan do giá cước giảm khiến đội tàu vận hành dưới giá vốn

1. Doanh thu mảng vận tải giảm chủ yếu do giá cước thị trường tiêu cực

Doanh thu mảng vận tải 1H2025 của VOS đạt 960 tỷ đồng (-18,4% YoY) chủ yếu do tình hình vận tải nhóm tàu hàng rời và nhóm tàu dầu (đóng góp 85% doanh thu vận tải của VOS) tiêu cực.

Nhóm tàu hàng rời: Giá cước giảm do nhu cầu tại các thị trường hàng rời lớn suy yếu

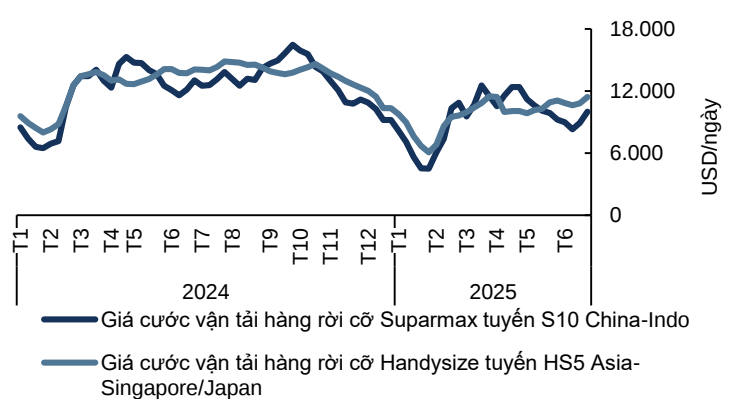
Chúng tôi ước tính doanh thu nhóm tàu chở hàng rời của VOS trong 1H2025 đạt 489 tỷ đồng (-8,1% YoY) do giá cước vận tải hàng rời và nhu cầu đều giảm, dù VOS đã tiến hành đưa vào khai thác 2 tàu hàng rời cỡ Supramax từ đầu năm (Tổng trọng tải nhóm tàu hàng rời tăng trưởng 41,7% YoY). Nhờ việc mở rộng nhóm tàu này, chúng tôi ước tính sản lượng vận chuyển vận chuyển đạt 2,7 triệu tấn (+19% YoY).

Về giá cước hàng rời, giá cước của VOS chịu ảnh hưởng trực tiếp từ giá cước thế giới do thị trường khai thác chính của VOS tại quốc tế, khu vực Châu Á. Giá cước thế giới trong 6 tháng đầu năm 2025 đã tăng dần từ đáy tháng 1, bắt nguồn từ tâm lý nhập trữ hàng do bất ổn chính sách thuế quan của Mỹ diễn ra, nhưng tổng thể vẫn thấp hơn so với giá cước trung bình 6 tháng đầu năm 2024. Cụ thể, chỉ số giá cước hàng rời BDI trung bình 1H2025 đã giảm 28% so với cùng kỳ năm trước, trong đó, giá cước hàng rời Supramax và Handysize khu vực Châu Á (Các phân khúc tàu hàng rời và thị trường khai thác chính của VOS) đã giảm lần lượt 23% và 19% so với cùng kỳ. Giá cước hàng rời giảm là do hoạt động công nghiệp, bất động sản, xây dựng yếu đi tại các thị trường lớn như Trung Quốc (Quốc gia có nhu cầu hàng rời lớn nhất thế giới và khu vực Châu Á), khiến nhu cầu các mặt hàng hàng rời trọng yếu như quặng sắt, thép, than,... suy giảm. Trong 6 tháng đầu năm, hoạt động thương mại sắt thép và than của Trung Quốc đã giảm 3% - 5% so với cùng kỳ năm trước. Bên cạnh đó, bất ổn chính sách thuế quan từ Mỹ cũng tác động tiêu cực đến nhu cầu vận tải hàng rời, gây ra các biến động thất thường cho thị trường giá cước vận tải.

Biểu đồ 5: Chỉ số cước Baltic Dry Index (BDI)



Biểu đồ 6: Giá cước vận tải hàng rời Supramax và Handysize



Nguồn: Investing, Banchemo Costa

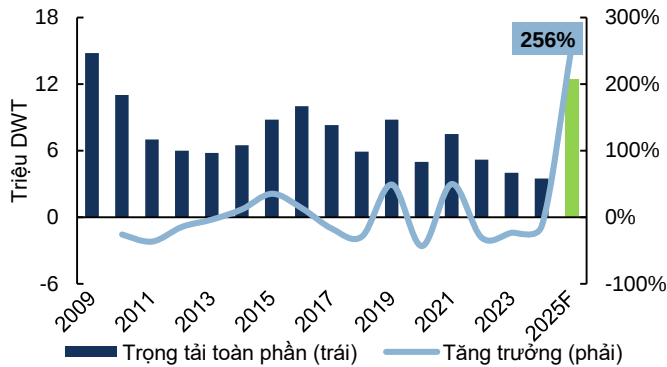
Từ đầu năm 2025, để thực hiện kế hoạch đầu tư đội tàu đã đề ra từ năm 2024, VOS tiến hành mở rộng nhóm tàu hàng rời qua hình thức mua mới và thuê bareboat 2 tàu, giúp tổng trọng tải nhóm tàu hàng rời đạt 379.662 DWT (+41,7% YoY). Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá việc VOS đưa vào vận hành các tàu mới không hiệu quả, do trong bối cảnh giá cước giảm và nhu cầu suy yếu, nhiều thời điểm các tàu phải nằm chờ kế hoạch, không tạo ra doanh thu để chờ giá cước cải thiện.

Nhóm tàu chở dầu: Giá cước giảm do nguồn cung đội tàu dư thừa

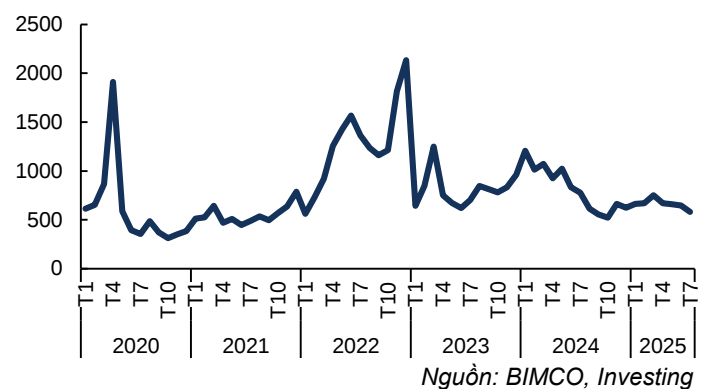
Chúng tôi ước tính doanh thu vận tải dầu trong 1H2025 của VOS đạt 286 tỷ đồng (-57% YoY) do (1) giá cước vận tải dầu giảm và (2) tổng trọng tải nhóm tàu giảm 45,2% do VOS đã trả 2 tàu dầu thuê bareboat cỡ MR và Handysize vào cuối quý 1 năm 2025.

(1) Về giá cước thị trường, chỉ số giá cước BCTI trung bình 1H2025 đã giảm 33% YoY. Trong đó, giá cước tàu chở dầu phân khúc MR² khu vực Thái Bình Dương (Phân khúc tàu chở dầu và thị trường khai thác chính của VOS) giảm trung bình 29% YoY. Giá cước tàu giảm do nguồn cung dư thừa công suất, đây là hệ quả của việc các hãng tàu đẩy mạnh đầu tư từ giai đoạn trước, khi giá cước vận tải leo thang do các bất ổn chính trị diễn ra như Chiến tranh Nga – Ukraine, mâu thuẫn tại Biển Đỏ. Qua đó, trong năm 2025, lượng giao tàu dầu thành phẩm đóng mới dự kiến đạt 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. Kết hợp với nhu cầu vận tải dầu biến động thất thường do các bất ổn tại Trung Đông tiếp diễn, cân bằng cung/cầu suy giảm là động lực giảm cước vận tải dầu.

Biểu đồ 7: Giao tàu dầu thành phẩm đóng mới (Newbuild) tăng đột biến trong năm 2025



Biểu đồ 8: Chỉ số giá cước Baltic Clean Tanker (BCTI)



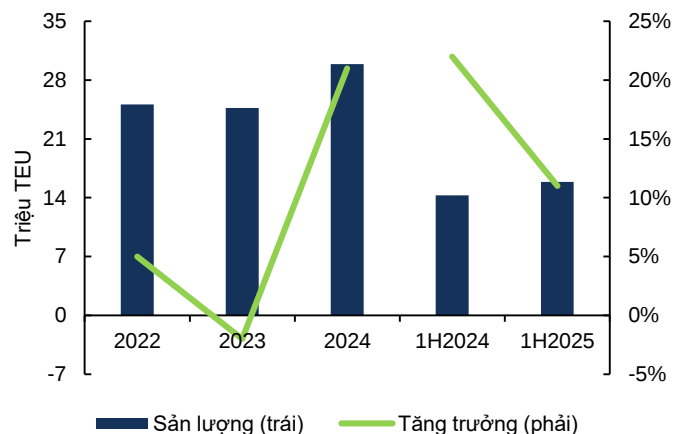
(2) Về việc trả tàu, từ cuối quý 1 2025, VOS đã trả 1 tàu MR và 1 tàu Handysize thuê bareboat cho các chủ tàu, qua đó tổng trọng tải nhóm tàu giảm 45,2% so với đầu năm, là động lực làm giảm doanh thu vận tải dầu của VOS trong 1H2025. Tính đến hết 1H2025, VOS sở hữu 3 tàu dầu gồm 1 tàu cỡ MR và 2 tàu cỡ Handysize, tổng trọng tải đạt 77.103 DWT (chiếm 16,2% tổng trọng tải toàn đội tàu).

Nhóm tàu container: Doanh thu cải thiện do nhu cầu nội địa tăng

Chúng tôi ước tính doanh thu vận tải container 1H2025 của VOS đạt 185 tỷ đồng (+5% YoY) do nhu cầu vận chuyển hàng hóa nội địa tăng trong nửa đầu năm 2025.

Theo *Tổng cục Thống kê*, tình hình xuất nhập khẩu 1H2025 tiếp tục tăng trưởng 16,1% YoY, trong đó giá trị kim ngạch xuất khẩu tăng 14,4% YoY và kim ngạch nhập khẩu tăng 17,9% YoY. Nhờ đó, sản lượng container thông qua cảng biển Việt Nam trong 1H2025 ước tính đạt 15,8 triệu TEU, tăng 11% YoY, đặc biệt là khu vực nội địa. Theo thống kê của *Cục Hàng hải Việt Nam*, trong 1H2025, nhu cầu vận tải hàng nội địa phục hồi mạnh mẽ, sản lượng hàng container vận chuyển nội địa tăng trưởng 21% YoY. Qua đó, chúng tôi ước tính giá cước vận tải container tuyến nội địa của VOS tăng nhẹ 5% YoY.

Biểu đồ 9: Sản lượng container thông qua cảng biển Việt Nam tăng trưởng trong 1H2025



Nguồn: Cục Hàng hải Việt Nam

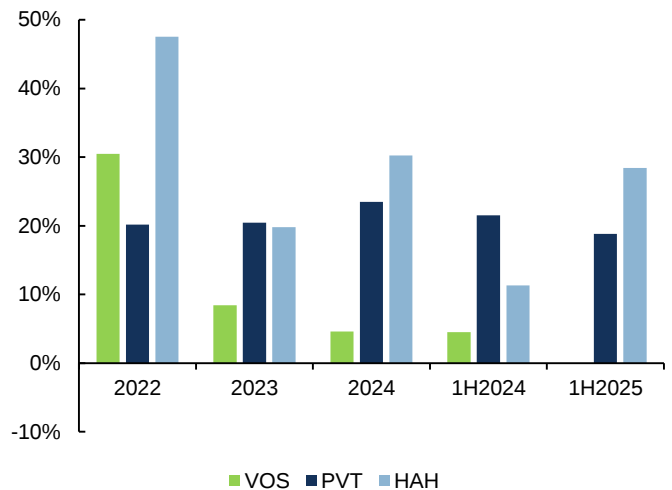
² Phân khúc tàu vận tải xăng dầu Medium Range (MR), có trọng tải 40.000 – 54.900 DWT, tuyến vận chuyển chủ yếu là tuyến nội Á, liên khu vực, cũng có thể vận chuyển tuyến xuyên lục địa.

2. Biên lợi nhuận gộp âm do đội tàu vận hành dưới giá vốn

Lợi nhuận gộp mảng vận tải trong 1H2025 đạt -1,7 tỷ đồng, tương ứng biên lợi nhuận gộp đạt -0,1% (-2,8 đpt YoY) do giá cước giảm và chi phí vận hành đội tàu ở mức cao khiến VOS tiếp tục vận hành dưới giá vốn.

Cụ thể, trong bối cảnh giá cước cho thuê tàu neo ở mức thấp, VOS tập trung tự khai thác đội tàu thay vì cho thuê định hạn, trong đó nhiều tàu hàng rời phải nằm chờ kế hoạch và giá cước cải thiện, khiến VOS phải tự chi trả phần lớn chi phí nhiên liệu, qua đó chi phí nhiên liệu tiếp tục chiếm tỷ trọng cao nhất trong giá vốn, đạt 36%. Đồng thời, đội tàu do công ty sở hữu đa phần có tuổi thọ cao, trung bình đạt 21,2 tuổi, khiến các chi phí dịch vụ mua ngoài như sửa chữa, bảo dưỡng tăng mạnh. Khi so sánh biên lợi nhuận gộp của VOS với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước như PVT, HAH, biên lợi nhuận gộp của VOS giai đoạn năm 2022 – 2024 đạt 14,5%, thấp hơn trung bình ngành 8,3 đpt, do chi phí vận hành không hiệu quả.

Biểu đồ 10: Biên lợi nhuận gộp một số doanh nghiệp vận tải biển Việt Nam



Nguồn: FPTIS tổng hợp

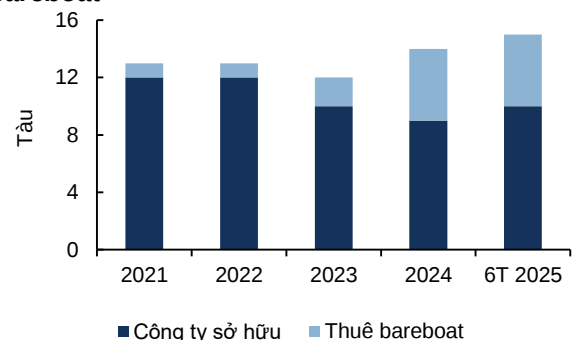
Để khắc phục vấn đề đội tàu lớn tuổi có ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh, theo chia sẻ của ban lãnh đạo, định hướng đầu tư trẻ hóa đội tàu là mục tiêu cấp bách trong thời gian sắp tới. Những tàu trong khoảng 25 – 30 tuổi thường được các hãng tàu thanh lý, đến năm 2029, chúng tôi ước tính VOS có thể thanh lý 5 tàu (tương đương tổng trọng tải đội tàu giảm 32,1% so với hiện tại). Chính vì vậy, từ đầu năm 2025, VOS đã tiến hành đầu tư mua mới để trẻ hóa đội tàu.

3. Chi phí tài chính tăng mạnh do định hướng trẻ hóa đội tàu thông qua việc đầu tư mua mới

Với định hướng trẻ hóa đội tàu, VOS có xu hướng mở rộng công suất đội tàu thông qua 2 hình thức là (1) thuê bareboat và (2) đầu tư mua mới.

Với hình thức thuê bareboat, VOS chủ yếu thuê nhóm tàu chở dầu/hóa chất và hàng rời từ công ty mẹ và các chủ tàu nước ngoài. Đầu năm 2025, VOS đã trả 2 tàu dầu Đại An và Đại Hưng (tổng công suất nhóm tàu dầu giảm 45,2% so với trước đây). Đến đầu quý 3 năm 2025, VOS đã thuê thêm 2 tàu hàng rời cỡ Supramax với hình thức thuê bareboat, giúp tổng trọng tải nhóm tàu hàng rời đạt 437.130 DWT (+62,6% so với đầu năm 2025). Chúng tôi ước tính giá thuê bareboat tàu hàng rời cỡ Supramax đạt 6.000 – 7.000 USD/ngày/tàu (-7% YoY).

Biểu đồ 11: Số lượng tàu VOS sở hữu và thuê bareboat



Nguồn: VOS, FPTIS tổng hợp

Qua đó, VOS đang thuê tổng cộng 5 tàu với hình thức bareboat, gồm 2 tàu hàng rời cỡ Supramax, 1 tàu dầu cỡ MR và 2 tàu dầu/hóa chất Handysize, trọng tải đạt 190.892 DWT, chiếm 35,2% tổng trọng tải toàn đội tàu.

Với hình thức đầu tư tàu mới, từ năm 2024, VOS có định hướng đầu tư thêm 12 tàu mới, trong đó gồm 6 tàu hàng rời phân khúc Supramax và Ultramax, 4 tàu dầu phân khúc MR và 2 tàu container 1.000 TEUS dưới 15 tuổi, qua đó, tổng trọng tải đội tàu ước tính đạt 1 triệu DWT, tăng gấp đôi so với hiện tại. Ước tính tổng giá trị đầu tư nếu VOS hoàn thành kế hoạch là 8.200 tỷ đồng, gấp 5 lần vốn chủ sở hữu. Nguồn vốn vay từ ngân hàng dự kiến chiếm 60 – 70% khoản đầu tư, còn lại là nguồn vốn tự có từ doanh nghiệp.

Bảng 1: Định hướng đầu tư mua mới tàu của VOS

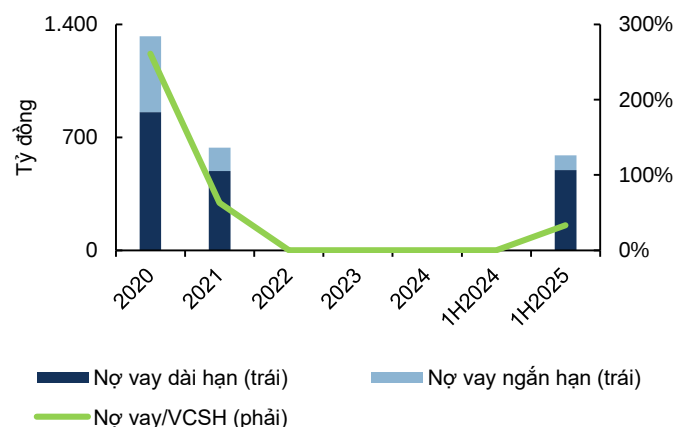
Nhóm tàu	Phân khúc	Độ tuổi	Số lượng	Giá tàu	Nguồn vốn
Hàng rời	Supramax	Dưới 15 tuổi	2	Từ 23 triệu USD trở xuống	Vốn ngân hàng và tự có
	Ultramax	Dưới 10 tuổi	4	Từ 40 triệu USD trở xuống	Vốn ngân hàng và tự có
Dầu	MR	Dưới 8 tuổi	4	Từ 52 triệu USD trở xuống	Vốn ngân hàng và tự có
Container	Feeder	Dưới 15 tuổi	2	Từ 20 triệu USD trở xuống	Vốn ngân hàng và tự có

Nguồn: VOS

Từ đầu năm 2024 đến nay, VOS đã phê duyệt đầu tư mua 5 tàu, trong đó có 3 tàu hàng rời cỡ Supramax và 2 tàu dầu cỡ MR, tuy nhiên mới hoàn thành đầu tư 2 tàu hàng rời cỡ Supramax trong quý 1 năm 2025 và lựa chọn thuê bareboat để đảm bảo công suất đội tàu. Theo chúng tôi, việc thực hiện thuê tàu là lựa chọn an toàn hơn cho VOS do có thể tránh áp lực tài chính khi thị trường vận tải biển kém quả quan, ảnh hưởng đến khả năng thanh toán lãi vay mua tàu. Tuy nhiên, điều này cũng làm tăng rủi ro tác động từ thị trường chung khi giá thuê tàu biến động theo nhu cầu và giá cước vận tải. Chúng tôi ước tính chi phí khấu hao và trả lãi vay theo ngày (chưa bao gồm chi phí lên đà sửa chữa định kỳ) khi mua một tàu hàng rời cỡ Supramax dao động trong khoảng 7.000 – 9.000 USD/ngày, cao hơn so với chi phí thuê tàu bareboat hiện đang là 6.000 – 7.500 USD/ngày.

Qua đó, chi phí lãi vay trong 1H2025 của VOS tăng mạnh so với cùng kỳ, đạt 7 tỷ đồng (+11.566,7% YoY) do VOS đã đầu tư thêm 2 tàu hàng rời cỡ Supramax từ đầu năm với tổng giá trị đạt 857,3 tỷ đồng, thực hiện được 12% kế hoạch đầu tư trẻ hóa đội tàu, tài sản cố định tăng gấp 2,4 lần so với đầu năm. VOS sắp xếp nguồn vốn vay ngân hàng chiếm 70%, tương ứng vay dài hạn 596,7 tỷ đồng.

Hiện tại, tổng nợ vay cuối kỳ của VOS đạt 589,4 tỷ đồng, tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu đạt 33,3%, trong đó vay dài hạn đạt 496,6 tỷ đồng, vay ngắn hạn đạt 92,8 tỷ đồng, lần lượt chiếm 84,3% và 15,7% tổng nợ vay. Theo chúng tôi, việc vay ngắn hạn phục vụ nguồn vốn lưu động cho hoạt động kinh doanh vận tải chưa hiệu quả của doanh nghiệp.

Biểu đồ 12: Nợ vay dài hạn của VOS tăng do đầu tư mua tàu mới


Nguồn: VOS, FPTS tổng hợp

II. Mảng thương mại than suy yếu do ảnh hưởng từ hoạt động vận tải hàng rời

Doanh thu mảng thương mại than 1H2025 đạt 337,7 tỷ đồng (-81,2% YoY) do ảnh hưởng từ hoạt động kinh doanh mảng vận tải hàng rời kém khả quan.

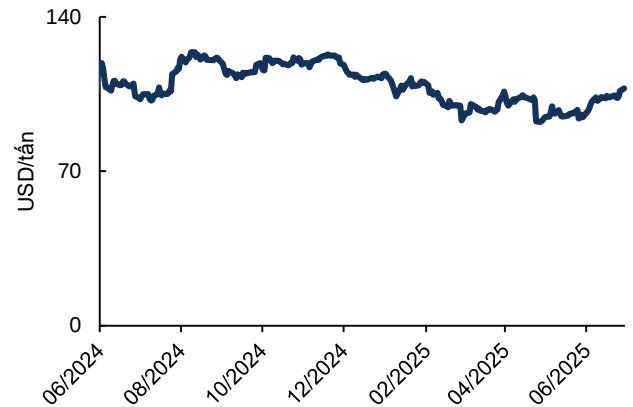
Việc kinh doanh thêm mảng thương mại than chủ yếu để hỗ trợ cải thiện nguồn hàng vận chuyển cho nhóm tàu vận tải hàng rời (nhóm tàu chủ lực của VOS – chiếm 80% tổng công suất toàn đội tàu). Các hợp đồng vận chuyển than giữa VOS và chủ hàng là hợp đồng COA³, trong đó chủ hàng nước ngoài vừa là bên bán mặt hàng than cho VOS (mảng thương mại than) vừa là khách hàng thuê dịch vụ vận tải của VOS (mảng vận tải biển) để vận tải nguồn hàng than về Việt Nam phục vụ cho VOS kinh doanh thương mại. Chính vì vậy, theo chúng tôi, động lực ký kết nguồn hàng thương mại than phụ thuộc chủ yếu vào hiệu quả giá cước vận chuyển đơn hàng COA, khi giá cước

³ Hợp đồng COA (Contract of Affreightment) là thỏa thuận trong đó chủ tàu cam kết vận chuyển một khối lượng hàng hóa nhất định trong một khoảng thời gian nhất định, mà không gắn với một con tàu cụ thể.

ký kết thấp hơn hiệu quả vận hành, VOS có xu hướng giảm hoạt động thương mại. Trong đó, giá cước vận chuyển của các hợp đồng COA phụ thuộc vào giá cước vận tải hàng rời nói chung và giá mặt hàng than.

Giá than trong 1H2025 giảm 6,3% YoY do nhu cầu nhập khẩu của các thị trường lớn tại Châu Á như Trung Quốc, Ấn Độ (chiếm khoảng 50% thị phần nhập khẩu than toàn cầu) yếu đi. Cụ thể, thị trường Trung Quốc đối mặt việc dư cung than sản xuất nội địa sau khi sản lượng dự trữ tăng mạnh từ tình trạng thiếu hụt và mất điện vào năm 2021, tạo ra nhiều than hơn mức tiêu thụ. Thị trường Ấn Độ có định hướng sử dụng nhiều than trong nước hơn và giảm nhập khẩu than với mục tiêu tự chủ về nguồn cung năng lượng cũng như hỗ trợ ngành khai thác mỏ trong nước. Bên cạnh đó, xu hướng chuyển sang sử dụng năng lượng tái tạo, năng lượng hạt nhân tại các nước Châu Á (thị trường nhập khẩu than chính – chiếm 93% thị phần nhập khẩu than toàn cầu) cũng có xu hướng tác động tiêu cực đến nhu cầu nhập khẩu than.

Biểu đồ 13: Giá than 1H2025 giảm do nhu cầu suy yếu tại các thị trường lớn



Nguồn: Business Insider

Trong bối cảnh nhu cầu than và giá cước vận chuyển hàng rời giảm so với cùng kỳ, các chủ hàng có khả năng mặc cả giá cước trong các hợp đồng vận tải COA xuống mức thấp hơn hiệu quả vận hành tàu của VOS, khiến VOS lựa chọn cho các tàu hàng rời nằm chờ kế hoạch (không vận hành và tạo ra doanh thu), thay vì ký thêm các hợp đồng thương mại than.

Biên lợi nhuận gộp mảng thương mại than của VOS trong 1H2025 đạt 0,8%, tương tự mức biên lợi nhuận gộp của VOS trong năm 2024.

C. TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2H2025 VÀ NĂM 2025 [\(Quay lại\)](#)

Chúng tôi nhận định khả năng VOS đạt kế hoạch kinh doanh năm 2025 là thấp. Cụ thể, doanh thu và lợi nhuận dự phóng lần lượt đạt 2.738 tỷ đồng (-51% YoY & 45,6% KH2025) và 37,2 tỷ đồng (-89% YoY & 10% KH2025), dựa trên cơ sở rằng giá cước vận chuyển và giá than tiếp tục neo ở mức thấp so với cùng kỳ, khiến VOS phải vận hành đội tàu dưới giá vốn. Trong đó, lợi nhuận sau thuế các năm 2024 và năm 2025 chủ yếu đến từ lợi nhuận bán tàu bất thường, nếu không có khoản này, lợi nhuận sau thuế của VOS sẽ âm. Cụ thể, nếu loại trừ các khoản lợi nhuận bất thường này, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của VOS các năm 2024 và 2025 lần lượt đạt -58 tỷ đồng và -79 tỷ đồng.

I. Mảng vận tải biển

1. Doanh thu dự phóng giảm chủ yếu do ảnh hưởng tiêu cực từ giá cước

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2025 đạt 2.047 tỷ đồng (-7,5% YoY), do giá cước các nhóm tàu của VOS dự phóng giảm, dù sản lượng vận chuyển dự phóng đạt 7,4 triệu tấn (+14,7 YoY) với động lực đến từ hoạt động đầu tư mở rộng nhóm tàu hàng rời. Triển vọng kinh doanh của từng nhóm tàu như sau:

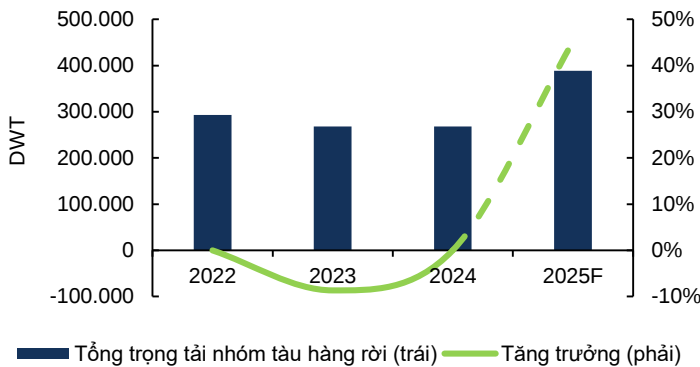
Nhóm tàu hàng rời: Doanh thu dự phóng tăng trưởng đến từ động lực mở rộng đội tàu

Trong 2H2025, nhu cầu hàng rời dự báo giảm do ảnh hưởng tiêu cực của nền kinh tế nói chung và đặc biệt là Trung Quốc. Cụ thể, việc thị trường đẩy mạnh xuất khẩu vào đầu năm do lo ngại nguy cơ tăng thuế quan từ Mỹ đã tạo ra một sự thúc đẩy giá cước tạm thời, nhưng hiện tại động lực này đang mất dần, khiến các hoạt động công nghiệp yếu hơn. Tại Trung Quốc, sự suy thoái tiếp diễn trong lĩnh vực bất động sản và áp lực giảm phát do dư thừa công suất có xu hướng làm trầm trọng thêm sự suy thoái, qua đó làm giảm nhu cầu hàng rời, đặc biệt là mặt hàng quặng sắt và than đá. Bên cạnh đó, xu hướng chuyển sang sử dụng nhiên liệu thay thế và khai thác tài nguyên nội địa tại các thị trường lớn như Ấn Độ và Trung Quốc cũng làm suy giảm nhu cầu nhập khẩu cũng như nhu cầu vận

tải hàng rời, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến khối lượng hàng vận chuyển. Chúng tôi ước tính tăng trưởng nhu cầu hàng rời tại khu vực Châu Á (thị trường chính của VOS) năm 2025 ở mức -4%. Đến năm 2026, theo *BIMCO*, nhu cầu hàng rời toàn cầu cũng như khu vực Châu Á dự báo cải thiện nhẹ, đạt 1,5% (+1,5 đpt YoY), với động lực chủ yếu đến từ việc gia tăng quãng đường vận chuyển trung bình khi các mỏ quặng sắt từ Brazil (trữ lượng quặng sắt lớn thứ 2 thế giới) và mỏ bô xít từ Guinea (trữ lượng bô xít lớn nhất thế giới) bắt đầu được khai thác mạnh, cũng như giả định tàu khó có thể trở lại Biển Đỏ hoàn toàn cho đến hết năm 2026.

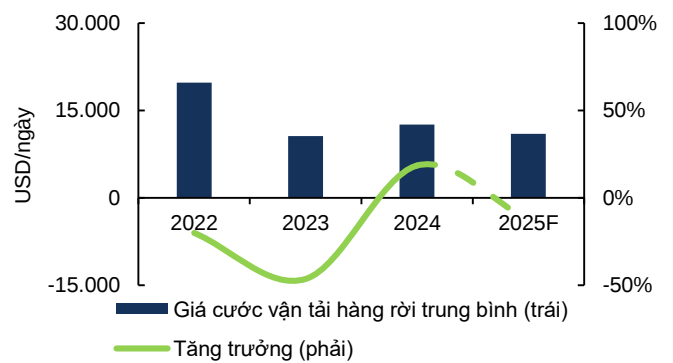
Tuy nhiên, việc VOS tiếp tục mở rộng nhóm tàu hàng rời trong 2H2025 giúp tổng trọng tải nhóm tàu hàng rời năm 2025 ước tính đạt 437.140 DWT (+63% YoY) là động lực cải thiện sản lượng vận chuyển và đơn hàng.

Biểu đồ 14: Tổng trọng tải nhóm tàu hàng rời của VOS



Nguồn: VOS

Biểu đồ 15: Giá cước hàng rời của VOS dự báo giảm trong năm 2025



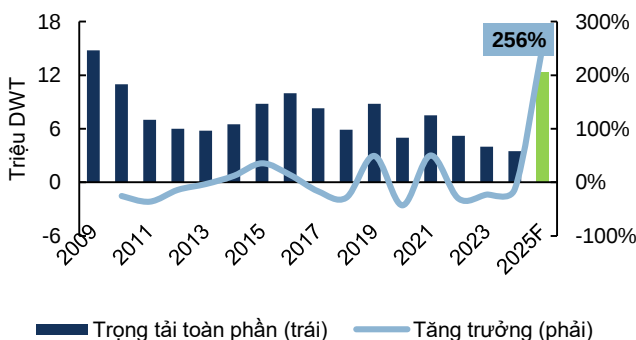
Nguồn: Bloomberg, Banchero Costa, FPTTS ước tính

Qua đó, trong năm 2025, chúng tôi ước tính giá cước trung bình đội tàu hàng rời của VOS đạt 10.950 USD/ngày (-12,7% YoY), sản lượng vận chuyển hàng rời đạt 6 triệu tấn (+34,2% YoY). Doanh thu nhóm tàu hàng rời đạt 1.280 tỷ đồng (+31,5% YoY).

Nhóm tàu dầu: Doanh thu dự phóng mạnh do (1) giá cước thị trường giảm và (2) trọng tải nhóm tàu giảm

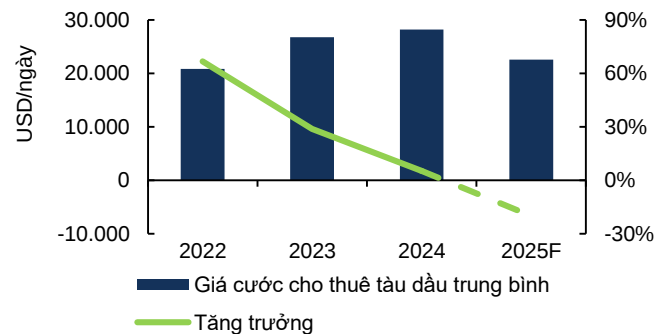
Trong 2H2025, giá cước vận tải dầu cỡ MR và Handysize dự báo cải thiện nhẹ so với 1H2025 đến từ các động lực gồm (1) bất ổn địa chính trị tại Trung Đông tiếp diễn làm tăng phần phụ phí phòng ngừa rủi ro và (2) yếu tố mùa vụ cuối năm. Tuy nhiên, mức tăng này chưa đủ để giá cước cả năm 2025 cải thiện so với cùng kỳ. Cụ thể, theo *BIMCO*, cân bằng cung/cầu thị trường vận tải dầu được dự báo suy yếu cho cả năm 2025, do nguồn cung đội tàu dư thừa so với nhu cầu, cũng như bất ổn địa chính trị tiếp diễn, khiến giá cước vận tải suy yếu. Nguồn cung đội tàu năm 2025 dự kiến tăng trưởng mạnh với lượng giao tàu đóng mới tăng trưởng 256% YoY, mức tăng trưởng cao nhất trong giai đoạn năm 2009 - 2025. Qua đó, chúng tôi dự phóng giá cước vận tải dầu trung bình trong năm 2025 của VOS đạt 20.600 USD/ngày (-18,4% YoY).

Biểu đồ 16: Giao tàu dầu đóng mới (Newbuild) tăng đột biến trong năm 2025



Nguồn: BIMCO

Biểu đồ 17: Giá cước xăng dầu dự báo giảm trong năm 2025



Nguồn: Alibrashipping, FPTTS ước tính

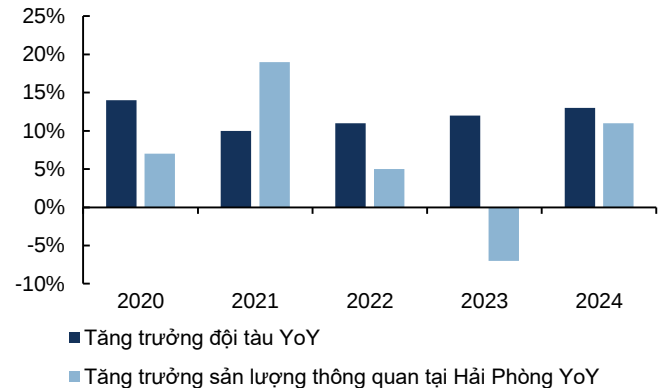
Đồng thời, từ cuối quý 1 năm 2025, VOS đã trả 2 tàu chở dầu cỡ MR và Handysize thuê bareboat cho các chủ tàu, khiến tổng trọng tải nhóm tàu dầu tại thời điểm đầu 2H2025 đạt 77.103 DWT (-29% so với đầu năm). Qua đó, chúng tôi dự phóng sản lượng vận chuyển nhóm tàu dầu của VOS năm 2025 đạt 1,2 triệu tấn (-34% YoY). Từ các yếu tố trên, chúng tôi ước tính doanh thu vận tải nhóm tàu dầu của VOS năm 2025 đạt 479,3 tỷ đồng (-48,8% YoY).

Nhóm tàu container: Doanh thu dự phóng giảm do áp lực dư cung tại khu vực Hải Phòng

Trong 2H2025, giá cước vận tải container nội địa dự báo giảm do chịu áp lực dư cung tại khu vực Hải Phòng.

Tại khu vực Hải Phòng, mức độ cạnh tranh khá gay gắt khi các doanh nghiệp vận tải biển liên tục mở rộng quy mô đội tàu. Theo dữ liệu từ *Cục Hải quan*, trong giai đoạn năm 2020 – 2024, quy mô đội tàu nội địa tại khu vực Hải Phòng tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép CAGR đạt 11,5%/năm, trong khi sản lượng container qua cảng chỉ tăng 6,6% mỗi năm. Sự chênh lệch phản ánh tăng trưởng nguồn cung tàu có xu hướng nhanh hơn tốc độ tăng trưởng hàng hóa, từ đó dẫn đến tình trạng dư cung. Bên cạnh đó, trong năm 2024, việc hưởng lợi từ căng thẳng tại Biển Đỏ khiến giá thuê tàu định hạn tăng cao, đã thúc đẩy các doanh nghiệp tích cực đưa tàu ra cho thuê.

Biểu đồ 18: Tăng trưởng nguồn cung tàu nhanh hơn so với tăng trưởng nhu cầu vận tải hàng hóa



Nguồn: Cục Hải quan, FPT Research

Tuy nhiên, dự báo đến cuối năm 2025, khi tình hình Biển Đỏ hạ nhiệt và giá cước giảm trở lại, các hợp đồng định hạn giá cao sẽ khó được tái ký. Qua đó, đội tàu cho thuê có xu hướng quay về thị trường nội địa, khiến gia tăng áp lực dư cung trong nước. Vì vậy, chúng tôi ước tính giá cước vận tải container nội địa trong năm 2025 của VOS giảm 5% YoY, qua đó doanh thu vận tải container của VOS năm 2025 dự phóng đạt 289 tỷ đồng (-5% YoY).

2. Lợi nhuận dự phóng giảm do giá cước ở mức thấp khiến đội tàu vận hành dưới giá vốn

Trong 2H2025, theo chúng tôi, tình hình giá cước tiêu cực ở các nhóm tàu tiếp tục khiến đội tàu vận hành dưới giá vốn. Qua đó, lợi nhuận gộp mảng vận tải của VOS năm 2025 ước tính đạt -6,3 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp ước tính đạt -0,3% (-4,9 đpt YoY).

Về dự phóng giá vốn vận tải của VOS, chi phí sản xuất kinh doanh mảng vận tải của VOS bao gồm các chi phí chính là chi phí dịch vụ mua ngoài (trung bình chiếm 38,6%), chi phí nguyên vật liệu (trung bình chiếm 30,9%), và chi phí khấu hao (trung bình chiếm 17,5%). Cụ thể:

- Đối với chi phí dịch vụ mua ngoài chủ yếu là chi phí thuê tàu, chi phí sửa chữa, bảo dưỡng và chi phí dịch vụ cảng. Do đội tàu lớn tuổi, nên chi phí này có xu hướng ngày càng tăng, ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của VOS. Tuy nhiên, do thị trường giá cước thuê tàu dự báo tiếp tục suy yếu trong 2H2025, nên chúng tôi ước tính chi phí dịch vụ mua ngoài của VOS năm 2025 giảm 10,1% YoY.
- Chi phí nguyên vật liệu chủ yếu là chi phí mua dầu VLSFO cho hoạt động vận tải của đội tàu. Theo *Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA)*, giá dầu trong năm 2025 dự báo sẽ đạt khoảng 66 USD/thùng, giảm so với mức bình quân 80,5 USD/thùng trong năm 2024, tương ứng mức giảm 18% YoY. Tuy nhiên, trong năm 2025, VOS tiến hành đưa vào khai thác các tàu mới nên chúng tôi ước tính tổng chi phí nguyên vật liệu của VOS sẽ tăng 8,1% YoY.
- Chi phí khấu hao chủ yếu là chi phí khấu hao tàu. Dù đưa vào hoạt động 2 tàu hàng rời mới từ đầu năm 2025 và dự kiến trong nửa cuối năm tiếp tục đầu tư mua mới tàu, tuy nhiên chúng tôi ước tính chi phí khấu hao năm 2025 giảm 26,6% YoY, do trong năm 2024, VOS tiến hành khấu hao nhanh đội tàu để có thêm dòng tiền phát triển đội tàu.

Lợi nhuận sau thuế của VOS năm 2025 ước tính đạt 37,2 tỷ đồng (-89% YoY & 10% KH2025) với giả định tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần và chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu thuần duy trì ổn định lần lượt ở mức 1,1% và 1,7% (tương đương năm 2024), đạt lần lượt 31 tỷ đồng và 47,7 tỷ đồng.

Chi phí tài chính ước tính đạt 33,1 tỷ đồng (+40,9% YoY) do tăng vay nợ để đầu tư mở rộng đội tàu. Cụ thể, chi phí lãi vay ước tính đạt 22,1 tỷ đồng (+368,3% YoY).

Trong năm 2025, VOS dự định thanh lý tàu hàng rời Vosco Star cỡ Supramax 27 tuổi, chúng tôi ước tính giá thanh lý tàu này đạt 116 tỷ đồng, giúp VOS tiếp tục có khoản lợi nhuận bất thường cải thiện lợi nhuận sau thuế hàng năm.

Nếu loại trừ các khoản lợi nhuận bất thường từ thanh lý tàu này, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của VOS các năm 2024 và 2025 lần lượt đạt -58 tỷ đồng và -79 tỷ đồng do hoạt động kinh doanh mảng vận tải không hiệu quả, nhiều thời điểm trong năm vận hành dưới giá vốn.

II. Mảng thương mại than tiêu cực do ảnh hưởng từ hoạt động vận tải hàng rời

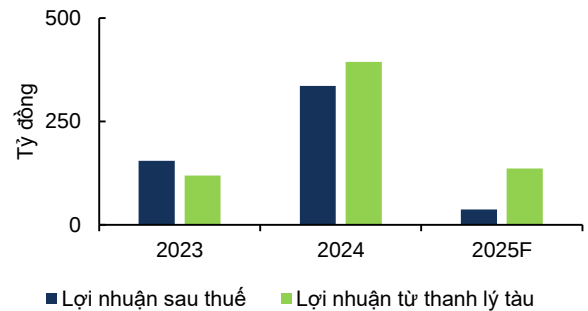
Trong 2H2025, theo chúng tôi, giá than tiếp tục neo ở mức thấp với động lực chính đến từ nhu cầu than tại các thị trường nhập khẩu than lớn nhất thế giới là Trung Quốc tiếp tục giảm do tình hình dư cung nội địa và hoạt động công nghiệp suy yếu. Bên cạnh đó, nhu cầu nhập khẩu than tại các thị trường lớn khác ở khu vực Châu Á cũng được dự báo suy yếu với định hướng chuyển sang sử dụng sử dụng năng lượng tái tạo, năng lượng hạt nhân, có xu hướng tác động tiêu cực đến nhu cầu nhập khẩu than trong thời gian tới. Qua đó, chúng tôi dự phóng giá than năm 2025 giảm 14% YoY.

Trong 2H2025, giá than và giá cước dự báo tiếp tục neo ở thấp do những yếu tố trên tiếp diễn, giúp các chủ hàng nước ngoài có lợi thế mặc cả giá cước vận chuyển của VOS đối với các đơn hàng COA nhập khẩu than, khiến VOS hạn chế ký các hợp đồng thương mại kết hợp vận chuyển do không có hiệu quả về chi phí vận hành. Đồng thời, trong 2H2025, tình hình thời tiết trong nước bất lợi ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu huy động điện than, qua đó chúng tôi ước tính nhu cầu tiêu thụ cũng như nhập khẩu than giảm nhẹ 1% so với 1H2025.

Tuy nhiên, sản lượng vận chuyển của VOS trong 2H2025 dự phóng tăng 11,2% so với 1H2025, đạt 0,2 triệu tấn, với động lực đến từ hoạt động mở rộng đội tàu hàng rời.

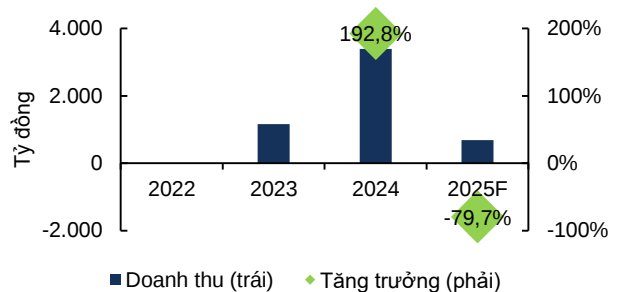
Qua đó, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng thương mại than trong năm 2025 của VOS đạt 690,7 tỷ đồng (-79,7% YoY). Giá bán than ước tính giảm 14% YoY và sản lượng thương mại than ước tính đạt 0,4 triệu tấn (-88,6% YoY).

Biểu đồ 19: Lợi nhuận sau thuế dự phóng chủ yếu đến từ lợi nhuận thanh lý tàu



Nguồn: VOS

Biểu đồ 20: Doanh thu mảng thương mại than dự phóng trong năm 2025



Nguồn: VOS, FPTS ước tính

D. RỦI RO ĐẦU TƯ *(Quay lại)*

1. Giá cước vận tải biển dự báo duy trì mức thấp so với năm trước

Giá cước vận tải biển kỳ vọng tiếp tục duy trì mức thấp trong bối cảnh nhu cầu vận tải chưa có triển vọng cải thiện, còn nguồn cung đội tàu được dự báo sẽ tiếp tục có xu hướng dư thừa trong năm 2025.

2. Gia tăng chi phí vận hành do đội tàu quá tuổi

Độ tuổi của đội tàu cao khiến doanh nghiệp phải chịu thêm nhiều chi phí, nhiên liệu, sửa chữa và bảo dưỡng tàu hơn. Không những vậy, tàu lớn tuổi cũng khiến việc tuân thủ các quy định về khí thải của Tổ chức Hàng hải Quốc tế (IMO) khó khăn hơn, buộc doanh nghiệp phải hạn chế công suất máy móc, lắp đặt bộ lọc khí thải mới hay thậm chí ngừng hoạt động.

Với chi phí vận hành ở mức cao, khi giá cước vận tải biển suy giảm, VOS phải chấp nhận khai thác đội tàu dưới giá vốn và chờ thời điểm giá cước cải thiện để neo giá khai thác cao hơn. Doanh nghiệp cũng không thể dừng tàu hoạt động khi chi phí khấu hao tàu và chi phí tái vận hành lớn hơn so với khoản lỗ duy trì khai thác. Điều này khiến cho hiệu quả hoạt động của VOS giảm khi chi phí vận hành tăng cao. Biên lợi nhuận gộp 1H2025 chỉ đạt -0,1% (-2,8 đpt YoY) do giá cước neo ở mức thấp, khiến doanh thu không đủ để bù đắp chi phí vận hành.

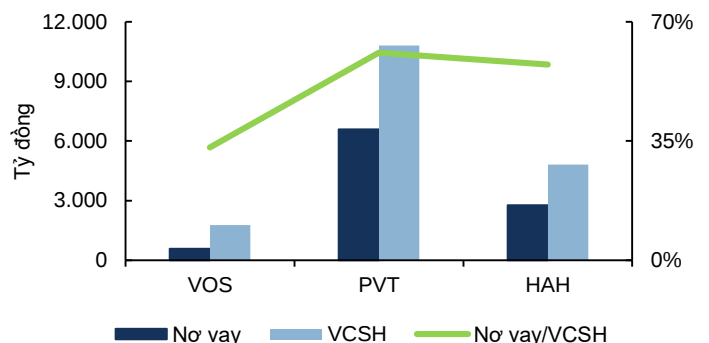
3. Rủi ro gia tăng chi phí lãi vay từ nguồn vốn vay ngân hàng để đầu tư tàu

Với định hướng trẻ hóa và mở rộng đội tàu, VOS dự định thu xếp nguồn vốn vay ngân hàng chiếm 70% tổng giá trị đầu tư, tương ứng vay 5.740 tỷ đồng, gấp 3,2 lần vốn chủ sở hữu tính đến hết 1H2025.

Tính đến thời điểm hiện tại, VOS đang vay dài hạn 800 tỷ đồng, tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu khoảng 0,5 lần để đầu tư mua mới 2 tàu hàng rời. Khi so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành, tỷ lệ này của VOS an toàn hơn các doanh nghiệp còn lại. Tuy nhiên, trong khi trung bình ngành có chỉ số EBIT/lãi vay ở mức cao, đạt 9,2 lần, thì VOS không có khả năng chi trả lãi vay bằng lợi nhuận kinh doanh chính do mảng vận tải biển hoạt động kém hiệu quả.

Trong thời gian tới, nếu VOS tiếp tục đầu tư tàu mới, rủi ro về chi phí lãi vay có xu hướng gia tăng cũng như cơ cấu tài chính bị mất cân đối do nợ vay tăng cao, trong khi VOS không có khả năng chi trả vì hoạt động kinh doanh cốt lõi không có lãi. Chúng tôi ước tính khi lãi suất tăng 1%, lợi nhuận trước thuế bị bào mòn 13,5%.

Biểu đồ 21: Tỷ lệ nợ/VCSH của một số doanh nghiệp vận tải biển tính đến hết 1H2025



Nguồn: FPTTS tổng hợp

E. KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu VOS bằng phương pháp so sánh EV/EBITDA để loại bỏ sự khác biệt về cơ cấu nợ, thuế suất và khoản lợi nhuận bất thường từ thanh lý tài sản của các doanh nghiệp nước ngoài khi so sánh với VOS. Dữ liệu của nhóm doanh nghiệp so sánh là dữ liệu trong 4 quý gần nhất. Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu 14.400 VND/cổ phiếu, thấp hơn 5,9% so với giá đóng cửa ngày 25/08/2025. Mức EV/EBITDA trung bình được sử dụng cho định giá là 6,9x và EBITDA forward năm 2025 là 292 tỷ VND. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu VOS và thực hiện mua khi giá cổ phiếu của VOS về mức 12.500 đồng/cp với mức sinh lời kỳ vọng là 15%.

Bảng 2: Kết quả định giá so sánh EV/EBITDA một số doanh nghiệp niêm yết cùng ngành ngày 25/08/2025

Doanh nghiệp	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu (triệu USD)	LNST (triệu USD)	EV/EBITDA* (lần)
Precious Shipping Thailand	Thái Lan	265,1	35,7	6,5	10,1x
Shipping Corporation of India	Ấn Độ	1.407	181,6	122,8	4,7x
Thorosen Thai Agencies PCL Bangkok	Thái Lan	215,6	214,9	4,2	8,3x
Samudera Indonesia	Indonesia	227	762,2	57,4	4,7x
Trung bình					6,9x
CTCP Vận tải biển Việt Nam	Việt Nam	80,8	154	-2,7	3,2x

Nguồn: Bloomberg, FPTTS tổng hợp

(*) EV/EBITDA đã được điều chỉnh về thị trường Việt Nam.

PHỤ LỤC ([Quay lại](#))

Bảng 3: Các phân khúc tàu phục vụ vận tải hàng rời hiện nay

Phân khúc tàu	Trọng tải (DWT)	Đặc điểm
Handysize	10.000 - 49.999	Đa dụng, tiếp cận được hầu hết các cảng
Supramax	50.000 - 59.999	Phù hợp cho các cảng nhỏ với hạn chế về chiều dài và mớn nước, hoặc các cảng thiếu cơ sở hạ tầng chuyển tải. Vận tải được các tuyến xa
Ultramax*	60.000 – 65.000	Tương tự Supramax
Panamax	60.000 - 99.999	Phù hợp kênh đào Panama, chuyên chở các loại hàng rời phổ biến
Capesize	100.000 - 199.999	Quá lớn cho các tuyến đi qua kênh đào, chở than/quặng
VLOC	200.000 - 299.999	Tàu chở quặng siêu lớn, tuyến chuyên biệt
ULOC	300.000 – 399.999	Tương tự VLOC

Chinamax/Valemax Từ 400.000 DWT trở lên Tàu hàng rời lớn nhất, tuyến Á – Âu

**Ultramax không phải là một phân khúc tàu chính thức, mà là thuật ngữ ngành mô tả loại tàu hàng rời có kích thước lớn hơn Supramax/Handymax, nhưng nhỏ hơn Panamax/Capesize.*

Nguồn: DryBulk

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 VOS, 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