

Các ưu tiên hiện tại: cổ phiếu phòng thủ, thị trường nội địa, lợi suất cổ tức cao

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

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

Chê Thị Mai Trang

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

Mai Đoàn Ngọc Hân

Chuyên viên phân tích cao cấp, Ngành Công Nghiệp
han.mdn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299

- Việc Mỹ công bố kế hoạch áp thuế đối ứng đối với hàng hóa Việt Nam, dự kiến có hiệu lực từ ngày 9/4, sẽ tác động tiêu cực đến nhóm cổ phiếu ngành Công nghiệp trong danh sách khuyến nghị của HSC (ngoại trừ Thép và Ô tô), cả về yếu tố trực tiếp và gián tiếp. Mức độ ảnh hưởng sẽ khác nhau tùy vào sự phụ thuộc của từng phân ngành vào thị trường Mỹ.
- Nếu các mức thuế này được áp dụng như dự kiến, các doanh nghiệp như DRC, PBT, GMD và SCS sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực trực tiếp do sản lượng xuất khẩu sang Mỹ và tỷ suất lợi nhuận giảm. Ngược lại, các doanh nghiệp sản xuất thép – không bị áp thuế – có thể tận dụng cơ hội để tăng xuất khẩu sang Mỹ.
- Trong bối cảnh này, HSC cho rằng các doanh nghiệp có thị trường tiêu thụ vững chắc trong nước, dòng tiền ổn định, định giá hấp dẫn và lợi suất cổ tức cao sẽ hoạt động kinh doanh vượt trội hơn thị trường chung. Lựa chọn hàng đầu của HSC bao gồm HPG, BMP, HVN, và VEA.

Thuế đối ứng từ Mỹ ảnh hưởng tiêu cực đến các công ty ngành Công nghiệp

Thông báo gần đây của Mỹ về việc áp thuế đối ứng ở mức 46% đối với hàng hóa từ Việt Nam, dự kiến bắt đầu áp dụng từ ngày 9/4, được dự báo sẽ gây ra các tác động tiêu cực trực tiếp đối với các doanh nghiệp Việt Nam có hoạt động xuất khẩu sang Mỹ đồng thời tạo ra các ảnh hưởng gián tiếp rộng khắp nhiều ngành nghề do sự suy yếu của nền kinh tế toàn cầu. Mức độ ảnh hưởng sẽ khác nhau giữa 17 doanh nghiệp ngành Công nghiệp trong danh sách khuyến nghị của HSC. Lưu ý, các ngành Thép, Gỗ, Bán dẫn và Ô tô không nằm trong danh sách bị áp thuế.

Các doanh nghiệp xuất khẩu và cảng biển chịu ảnh hưởng rõ rệt nhất

DRC, PTB, SCS (đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu) và **GMD** là các doanh nghiệp có khả năng bị ảnh hưởng trực tiếp và rõ ràng nhất bởi mức thuế mới, trong khi các doanh nghiệp còn lại trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi nhiều khả năng sẽ chịu tác động gián tiếp, chủ yếu thông qua sự suy yếu của nền kinh tế toàn cầu – làm giảm nhu cầu và tạo rủi ro lợi nhuận giảm. Lưu ý, các doanh nghiệp sản xuất thép không bị áp thuế và thậm chí có thể tận dụng cơ hội tăng xuất khẩu sang Mỹ, đặc biệt là các sản phẩm như HRC và thép cuộn.

Nhằm né tránh tác động từ chính sách thuế mới, nhiều lô hàng xuất khẩu sang Mỹ đã được đẩy nhanh tiến độ bốc xếp và rời cảng trước thời điểm áp thuế. Về phía Việt Nam, Chính phủ cũng đang nỗ lực củng cố sức mạnh nội tại về lâu dài thông qua thúc đẩy đầu tư công, đơn giản hóa thủ tục pháp lý và nâng cao hiệu quả khu vực tư nhân. Những nỗ lực này sẽ phần nào giúp bù đắp tác động và giảm bớt sự bất ổn từ bên ngoài. Song song đó, Chính phủ cũng sẽ tích cực vận động để Mỹ xem xét lại và giảm bớt các mức thuế được cho là không công bằng này.

Chiến lược: Cổ phiếu phòng thủ, định hướng nội địa, lợi suất cổ tức cao

Trong bối cảnh thuế quan từ Mỹ không chắc chắn, HSC ưu tiên các doanh nghiệp định hướng thị trường trong nước, có dòng tiền mạnh và định giá hấp dẫn (đặc biệt là các cổ phiếu có lợi suất cổ tức cao). Các lựa chọn hàng đầu của chúng tôi ở giai đoạn này là **HPG** (hưởng lợi từ đầu tư công), **BMP** và **VEA** (cả hai đều có dự báo lợi suất cổ tức cao) và **HVN** (câu chuyện phục hồi tích cực).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 7/4.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L. suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th. đổi (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
ACV	86,500	Mua vào	-	142,100	-	64.3	16.5	14.8	12.4	11.9	0	0
BMP	114,700	Tăng tỷ trọng	-	136,700	-	19.2	9.42	9.54	5.32	5.34	10.5	10.0
DGC	84,500	Mua vào	-	133,000	-	57.4	9.17	7.90	-	-	3.55	3.55
DHC	27,450	Tăng tỷ trọng	-	40,200	-	46.4	8.51	7.64	6.78	7.18	8.29	8.29
DRC	23,100	Nắm giữ	-	29,500	-	27.7	11.0	9.51	7.08	6.44	6.49	6.49
GMD	48,750	Mua vào	-	85,400	-	75.2	13.4	11.7	10.8	9.22	2.05	2.05
HAH	52,000	Mua vào	-	67,600	-	30.0	8.34	8.68	3.91	3.53	1.92	1.92
HAX	14,050	Mua vào	-	19,800	-	40.9	8.82	7.10	5.14	4.67	8.54	10.7
HPG	24,600	Mua vào	-	39,200	-	59.3	9.27	7.28	7.23	5.56	4.07	4.07
HSG	15,250	Tăng tỷ trọng	-	19,100	-	25.2	10.8	9.29	7.08	7.03	6.56	6.56
HVN	28,400	Mua vào	-	38,700	-	36.3	10.9	10.1	6.74	5.89	0	0
NKG	13,200	Tăng tỷ trọng	-	17,000	-	28.8	9.73	7.39	9.45	7.16	0	0
PTB	50,500	Tăng tỷ trọng	-	74,000	-	46.5	8.40	7.44	5.41	4.87	5.94	5.94
SCS	59,900	Tăng tỷ trọng	-	85,000	-	41.9	8.05	7.11	4.44	3.82	10.4	11.7
VEA	37,500	Mua vào	-	51,900	-	38.4	7.04	6.86	16.4	15.8	13.6	13.2
VJC	86,300	Nắm giữ	-	105,000	-	21.7	20.4	18.7	14.0	14.1	0	0
VTP	116,300	Nắm giữ	-	150,500	-	29.4	29.7	21.8	18.5	13.2	1.29	1.29

Giá cổ phiếu tại ngày 4/4/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Khuyến nghị: Ưu tiên cổ phiếu phòng thủ, định hướng trong nước, lợi suất cổ tức cao

Nếu được áp dụng, các mức thuế mới của Mỹ sẽ làm suy yếu vị thế cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam tại thị trường này. HSC dự kiến tác động tiêu cực trên diện rộng (cả trực tiếp và gián tiếp) đối với các doanh nghiệp ngành Công nghiệp trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi (với điểm sáng duy nhất là ngành Thép, nhất là HRC và thép cuộn, vì các công ty thép được miễn thuế có thể hưởng lợi từ cơ hội xuất khẩu sang Mỹ). Trong bối cảnh này, chúng tôi ủng hộ các cổ phiếu phòng thủ, tập trung vào thị trường trong nước với định giá rẻ và lợi suất cổ tức cao, bao gồm **HPG** (được thúc đẩy bởi đầu tư công), **BMP** (lợi suất cổ tức dự báo đạt 11%), **VEA** (lợi suất cổ tức dự báo đạt 14%), **HVN** (đang trong quá trình hồi phục với tiềm năng hưởng lợi từ giá nhiên liệu bay giảm).

Nếu mức thuế 46% giữ nguyên, tác động tiêu cực là điều chắc chắn

Việc Mỹ công bố mức thuế đối ứng 46% đối với hàng hóa Việt Nam vào ngày 2/4 (giờ Mỹ), dự kiến có hiệu lực từ ngày 9/4 (giờ Mỹ), sẽ tạo ra tác động tiêu cực mạnh mẽ về mặt tâm lý thị trường cũng như ảnh hưởng trực tiếp đến các doanh nghiệp Việt Nam có xuất khẩu sang Mỹ. Ngoài ra, điều này cũng có thể gây ảnh hưởng gián tiếp đến nhiều ngành khác do rủi ro suy yếu của nền kinh tế toàn cầu. Mức độ ảnh hưởng sẽ khác nhau giữa 17 doanh nghiệp ngành Công nghiệp trong danh sách khuyến nghị của HSC. Đáng chú ý, các phân ngành Thép, Gỗ, Khoáng sản, Bán dẫn, Năng lượng và Ô tô hiện được miễn các mức thuế đối ứng này, giúp giảm thiểu mức độ rủi ro đối với doanh nghiệp thuộc các phân ngành này so với các phân ngành khác.

Thoạt nhìn, với mức thuế đối ứng cao nhất, Việt Nam đang gặp bất lợi lớn so với các nước trong khu vực, như Thái Lan (36%), Indonesia (32%), Malaysia (24%), Philippines (17%), Ấn Độ (26%), Hàn Quốc (25%) và Nhật Bản (24%).

Chúng tôi ghi nhận nhiều lô hàng xuất khẩu sang Mỹ đã được đẩy nhanh lịch bốc xếp và khởi hành ngay cả trước ngày 5/4, nhằm tránh bị áp mức thuế mới (bao gồm thuế cơ bản 10% trên toàn bộ hàng hóa nhập khẩu từ ngày 5/4, và thuế 46% riêng với Việt Nam từ ngày 9/4). Điều này đã được ghi nhận ở các cảng biển và cảng hàng không, nhất là tại các cảng lớn có đường bay/tuyến đường biển trực tiếp đến Mỹ. Tuy nhiên, một số lô hàng trung chuyển hoặc đi qua các cảng hàng không/cảng biển nhỏ hơn và yêu cầu cập bến tại các cảng hàng không/cảng biển nhỏ hơn khác trước khi khởi hành đến Mỹ đang gặp tình trạng bị từ chối.

Để đối phó với vấn đề này, Tổng Bí thư Tô Lâm được cho là đã có cuộc trao đổi hiệu quả với Tổng thống Mỹ Donald Trump vào ngày 4/4, đề xuất một thỏa thuận trong đó Việt Nam sẽ giảm thuế nhập khẩu đối với toàn bộ hàng hóa từ Mỹ về 0% với kỳ vọng Mỹ sẽ giảm mức thuế đối ứng 46% xuống 0%. Dù chưa có quyết định cuối cùng, chúng tôi đánh giá cao nỗ lực kịp thời và chủ động của lãnh đạo Việt Nam trong việc làm việc trực tiếp với Mỹ về vấn đề này.

Diễn biến đàm phán thương mại giữa Mỹ và các đối tác bao gồm cả Việt Nam sẽ có tác động rõ rệt đến các doanh nghiệp Việt Nam. Tuy nhiên, nguy cơ chiến tranh thương mại và suy thoái toàn cầu có thể khiến tâm lý nhà đầu tư bất ổn trong ngắn hạn.

Nỗ lực của Chính phủ Việt Nam trong việc củng cố nội lực thông qua đầu tư công, đơn giản hóa các thủ tục pháp lý và nâng cao hiệu quả khu vực tư nhân được kỳ vọng sẽ phần nào giảm bớt tác động và bất ổn từ bên ngoài. Do đó, HSC tin rằng các doanh nghiệp có tỷ trọng thị trường trong nước lớn, được hưởng lợi từ đầu tư công, có dòng tiền mạnh, định giá hấp dẫn và lợi suất cổ tức cao sẽ là lựa chọn an toàn trong bối cảnh kinh tế vĩ mô toàn cầu bất ổn.

Đánh giá chi tiết về tác động theo ngành và từng doanh nghiệp là yếu tố quan trọng để định hướng đầu tư trong giai đoạn hiện nay.

Tác động trái chiều đối với phân ngành Vật liệu

Trong phân ngành **Vật liệu**, phân tích của HSC cho thấy các doanh nghiệp xuất khẩu đồ gỗ, đá và giấy bao bì là đối tượng dễ bị ảnh hưởng nhất từ mức thuế đối ứng mới, trong khi các công ty hóa chất dường như ít bị ảnh hưởng. Ngược lại, các doanh nghiệp thép có khả năng chống chịu tốt nhất nhờ được miễn các mức thuế này. Mặc dù Mỹ vẫn đang điều tra về thuế chống trợ cấp và thuế CBPG (chống bán phá giá) đối với tôn mạ Việt Nam, các doanh nghiệp sản xuất HRC và thép xây dựng được đánh giá là ít bị ảnh hưởng đáng kể. Các tác động chính như sau:

Bảng 1: Tác động lên các cổ phiếu ngành Công nghiệp HSC khuyến nghị

Tất cả các ngành bị tác động tiêu cực, ngoại trừ ngành Thép

	Sản phẩm	Xuất khẩu sang Mỹ/tổng sản lượng	Thuế hiện tại của Mỹ	Thuế từ 9/4	Các cuộc điều tra đang thực hiện của Mỹ	Tác động của thuế đối ứng của Mỹ	Ghi chú
BMP	Ổng nhựa	Không	0%	46%	Không	Không tác động trực tiếp	Lợi ích tiềm năng nếu giá nhựa PVC giảm theo giá dầu
HPG	Thép xây dựng, HRC, tôn mạ và ống thép	< 2.0%	25%	25%; không đổi	Thuế CTC và CBPG với tôn mạ	Tích cực	Không bị đánh thuế đối ứng, tạo điều kiện để đẩy mạnh xuất khẩu sang Mỹ
HSG	tôn mạ và ống thép	7.2%	25%	25%; không đổi	Thuế CTC và CBPG với tôn mạ	Không hưởng lợi từ việc không bị thuế đối ứng	Vẫn chờ quyết định về Thuế CTC và CBPG với tôn mạ
NKG	Tôn và ống thép	9.8%	25%	25%; không đổi	Thuế CTC và CBPG với tôn mạ	Không hưởng lợi từ việc không bị thuế đối ứng	Vẫn chờ quyết định về Thuế CTC và CBPG với tôn mạ
DHC	Giấy bao bì và thùng carton	Không	0%	46%	Không	Tác động tiêu cực gián tiếp	Không xuất khẩu sang Mỹ nhưng tình hình xuất khẩu giảm của Việt Nam sẽ tác động đến nhu cầu Giấy bao bì và thùng carton
DGC	Hóa chất	< 2.0%	0%	46%	Không	Tiêu cực nhưng không đáng kể	Tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ nhỏ và chất bán dẫn được miễn thuế, nghĩa là không có tác động gián tiếp
PTB	Gỗ và đá	45.7%	0% với gỗ; 10% với thạch anh	46% cho nội thất và 56% cho thạch anh	Điều tra CBPG đối với gỗ	Tiêu cực	Đang chờ kết quả điều tra về gỗ

Nguồn: dữ liệu các công ty, HSC

Thép được miễn thuế đối ứng

Theo Mục 232 được thực hiện từ tháng 3/2018, toàn bộ thép nhập khẩu vào Mỹ đều phải chịu thuế nhập khẩu 25% với 9 trường hợp ngoại lệ bao gồm: Argentina, Australia, Canada, Mexico, Brazil, EU, Anh, Nhật Bản và Hàn Quốc. Liên quan đến nhập khẩu thép vào thị trường Mỹ, sáu quốc gia trong số chín trường hợp miễn thuế đều là những nước xuất khẩu thép lớn vào thị trường Mỹ trong năm 2024. Một số quốc gia như Canada và Mexico có thể đã đóng vai trò là điểm trung chuyển cho thép Trung Quốc nhằm tránh thuế. Trong khi đối với nhập khẩu nhôm, Canada là nước xuất khẩu lớn nhất vào Mỹ.

Trong bối cảnh đó, ngày 10/2, Tổng thống Trump đã quyết định khôi phục mức thuế 25% với thép nhập khẩu đồng thời chấm dứt các miễn trừ và hạn ngạch miễn thuế đối với 9 trường hợp trên nhằm bảo vệ ngành thép nội địa Mỹ. Quyết định này có hiệu lực từ ngày 12/3, qua đó đưa mức thuế của các nước về mặt bằng chung và định hình lại cục diện cạnh tranh. Là một trong 10 quốc gia xuất khẩu thép lớn nhất vào Mỹ trong năm 2024, Việt Nam được xem là bên hưởng lợi từ động thái này.

Với mức thuế nhập khẩu 25% đã được áp dụng từ trước cùng với các mức thuế chống trợ cấp/CBPG, mức thuế đối ứng công bố ngày 2/4 (giờ Mỹ) không áp dụng cho thép. Sự miễn trừ này mang lại cơ hội cho một số doanh nghiệp thép Việt Nam mở rộng hiện diện tại thị trường Mỹ, đặc biệt là ở các mảng HRC và thép cuộn, vốn ít chịu rủi ro từ các cuộc điều tra chống trợ cấp/CBPG hơn so với tôn mạ. Trong khi đó, các

cuộc điều tra liên quan đến thuế chống trợ cấp/CBPG đang diễn ra đối với tôn mạ của Việt Nam có thể sẽ tiếp tục hạn chế tiềm năng xuất khẩu của phân khúc này.

- **HPG** (Mua vào, giá mục tiêu 39.200đ) được đánh giá là doanh nghiệp có khả năng chống chịu tốt nhất trong bối cảnh hiện tại, dựa trên một số lý do sau: (1) tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ thấp, đóng góp chưa đầy 2% tổng doanh thu năm 2024, trong đó xuất khẩu tôn mạ sang Mỹ đóng góp chưa đầy 1%; (2) việc được miễn thuế đối ứng tạo ra cơ hội tiềm năng để HPG đẩy mạnh xuất khẩu các sản phẩm HRC và thép cuộn sang thị trường Mỹ trong thời gian tới, do các sản phẩm này không chịu thuế chống trợ cấp/CBPG hiện hành; (3) tỷ trọng tiêu thụ nội địa lớn, đồng thời được hưởng lợi từ chính sách siết nhập khẩu HRC/tôn mạ từ Trung Quốc gần đây; (4) là bên hưởng lợi chính từ câu chuyện đẩy mạnh đầu tư công của Việt Nam.

Tác động gián tiếp có thể đến từ nguy cơ suy thoái kinh tế toàn cầu. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng Chính phủ Việt Nam sẽ sớm công bố gói kích cầu để thúc đẩy nhu cầu/tiêu dùng trong nước. Nói chung, tác động thuần đến HPG ở thời điểm này vẫn được đánh giá là tích cực.

- **HSG và NKG** (đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu) khó có thể hưởng lợi từ việc miễn thuế đối ứng do các kết luận sơ bộ gần đây về thuế chống trợ cấp/CBPG cho thấy tỷ lệ bán phá giá cao. Các cuộc điều tra đang diễn ra này, với kết luận cuối cùng dự kiến được công bố vào ngày 18/8/2025, nhiều khả năng sẽ hạn chế khả năng nổi lại xuất khẩu tôn mạ sang Mỹ mà cả hai công ty đã tạm dừng từ tháng 9/2024 khi các cuộc điều tra bắt đầu. Nếu mức thuế cuối cùng cao như sơ bộ, khả năng nổi lại xuất khẩu sang Mỹ sẽ trở nên khó khăn, đòi hỏi cả hai doanh nghiệp phải tập trung vào các thị trường thay thế. Do đó, việc được miễn thuế đối ứng hiện không mang lại lợi ích thiết thực cho NKG và HSG tại thời điểm này.

Lưu ý, theo kết luận sơ bộ hiện tại, NKG đang bị áp mức thuế chống trợ cấp 46,73% và thuế CBPG 49,42%, trong khi HSG chịu mức thuế CBPG 59%. Các phiên điều trần và nộp tài liệu bổ sung sẽ tiếp tục diễn ra đến trước thời điểm quyết định cuối cùng vào tháng 10/2025. HSC sẽ tiếp tục theo dõi sát sao các diễn biến liên quan. Lưu ý, mặc dù không xuất khẩu từ tháng 9/2024 nhưng trong năm 2024, thị trường Mỹ vẫn đóng góp lần lượt 7,2% và 9,8% doanh thu của HSG và NKG.

Các công ty Vật liệu khác: Đối mặt với rủi ro từ sự thay đổi về cạnh tranh so với các công ty cùng ngành

Quan điểm đầu tư của HSC như sau:

- **DGC** (Mua vào, giá mục tiêu 133.000đ): Xuất khẩu đóng góp 68% doanh thu năm 2024 của DGC, chủ yếu đến từ các thị trường Nhật Bản, Hàn Quốc và Đài Loan. Mặc dù tỷ trọng xuất khẩu của DGC sang thị trường Mỹ rất thấp (chưa đầy 2% doanh thu) nhưng sản phẩm của Công ty đóng vai trò là nguyên liệu đầu vào cho ngành bán dẫn, là ngành được miễn thuế đối ứng. Do đó, chúng tôi cho rằng tác động trực tiếp và gián tiếp đến Công ty ở giai đoạn này là hạn chế.
- **BMP** (Tăng tỷ trọng; giá mục tiêu 136.700đ): BMP là doanh nghiệp hoàn toàn tập trung vào thị trường trong nước, không có hoạt động xuất khẩu, chủ yếu phục vụ cho các dự án dân dụng và hạ tầng. Do đó, Công ty không chịu ảnh hưởng trực tiếp từ các mức thuế mới này. Về gián tiếp, có hai tác động tiềm năng: (1) nhu cầu nhà ở suy yếu nếu tăng trưởng kinh tế Việt Nam bị ảnh hưởng, nhưng (2) chỉ tiêu cho đầu tư công có thể tăng thêm, giúp bù đắp một phần ảnh hưởng tiêu cực này. Ngoài ra, nếu xảy ra suy thoái kinh tế toàn cầu, giá hạt nhựa PVC (chiếm 70% chi phí sản xuất) có thể giảm thêm, qua đó hỗ trợ cải thiện tỷ suất lợi nhuận. Với lợi suất cổ tức cao duy trì trên 10%/năm và định giá hấp dẫn, BMP là lựa chọn đầu tư đáng chú ý trong bối cảnh rủi ro toàn cầu gia tăng.
- **PTB** (đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu): Doanh nghiệp sản xuất đồ gỗ và đá này có tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ lớn. Trong năm 2024, khách hàng Mỹ đóng góp khoảng 65% giá trị xuất khẩu gỗ của PTB (tương đương khoảng 100 triệu USD) và khoảng 33% giá trị xuất khẩu đá (thạch anh, khoảng 23 triệu USD). Nhìn chung, doanh thu từ thị trường Mỹ đóng góp khoảng 45,7% tổng doanh thu năm 2024 của PTB. Đánh giá sơ bộ cho thấy Công ty chịu tác động

tiêu cực rõ rệt từ thuế đối ứng mà Mỹ mới công bố, với mức thuế 46% đối với nội thất gỗ (0% đối với gỗ xẻ) và 56% đối với đá thạch anh, do mức độ phụ thuộc lớn vào thị trường này. HSC đang chờ thêm thông tin về khả năng Mỹ áp thuế với gỗ xẻ để đưa ra đánh giá chi tiết hơn.

- **DHC** (đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu): DHC không có hoạt động xuất khẩu trực tiếp sang thị trường Mỹ. Tuy nhiên, vì mảng giấy bao bì và thùng carton của Công ty chủ yếu phục vụ các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam trong các lĩnh vực như thủy sản và nông sản nên các mức thuế đối ứng mới của Mỹ nhiều khả năng sẽ ảnh hưởng tiêu cực gián tiếp đến hoạt động kinh doanh của công ty.

Các doanh nghiệp Vận tải và Logistic

Ô tô/phụ tùng: Tác động trái chiều

HSC ghi nhận ảnh hưởng tiêu cực đáng kể đối với các nhà xuất khẩu lốp xe, trong khi các nhà sản xuất/kinh doanh ô tô trong nước cũng có thể chịu ảnh hưởng tiêu cực lan tỏa ở mức độ nhất định. Quan điểm đầu tư của HSC như sau:

- **VEA** (Mua vào, giá mục tiêu 51.900đ): VEA không có hoạt động xuất khẩu trong các mảng kinh doanh cốt lõi và các liên doanh của Công ty (Honda, Toyota và Ford) chủ yếu xuất/nhập khẩu phụ tùng ô tô từ các nước ASEAN. Tuy nhiên, HSC dự kiến những tác động tiêu cực gián tiếp tiềm ẩn gồm: (1) tác động chung từ các mức thuế của Mỹ tới triển vọng kinh tế vĩ mô của Việt Nam, qua đó gây suy giảm niềm tin người tiêu dùng trong nước và làm giảm chi tiêu cho các mặt hàng giá trị cao như ô tô du lịch; và (2) các điều chỉnh chính sách tiếp theo bao gồm giảm thuế nhập khẩu ô tô nguyên chiếc của chính phủ Việt Nam, có thể tăng áp lực cạnh tranh trên thị trường trong nước và làm giảm thêm tỷ suất lợi nhuận của các liên doanh của VEA.
- **HAX** (Mua vào, giá mục tiêu 19.800đ): HAX là nhà phân phối ô tô trong nước và không có tiếp xúc với thị trường Mỹ. Tương tự như VEA, HSC chủ yếu đánh giá tác động tiêu cực gián tiếp đến nhu cầu ô tô, có thể dẫn tới gia tăng cạnh tranh về giá giữa các đại lý ô tô.
- **DRC** (đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu): 21% tổng doanh thu năm 2024 của DRC đến từ xuất khẩu sang Mỹ. Lốp xe Việt Nam hiện chịu mức thuế xuất khẩu 50% tại Mỹ (so với mức 4% trước đây), điều này dự kiến làm xấu đi bức tranh cạnh tranh của DRC vì Công ty vốn đã phải đối mặt với sự cạnh tranh giá cả gay gắt của các đối thủ Trung Quốc và Thái Lan.

Bảng 2: Tác động lên các công ty ngành Ô tô và Phụ tùng HSC khuyến nghị

Tác động tiêu cực đối với xuất khẩu lốp xe và tác động gián tiếp đến các đại lý/nhà sản xuất ô tô

	Sản phẩm	Xuất khẩu sang Mỹ/tổng sản lượng	Thuế hiện tại của Mỹ	Thuế từ 9/4	Tác động của thuế đối ứng của Mỹ	Ghi chú
VEA	Ô tô, phụ tùng	Không	25%	25%; không đổi	Tác động gián tiếp có thể xảy ra	Việc giảm thuế nhập khẩu ô tô của Việt Nam sẽ làm tăng tính cạnh tranh trên thị trường Việt Nam và có khả năng làm giảm nhu cầu mua ô tô
HAX	Đại lý Mercedes, MG	Không	25%	25%; không đổi	Tác động gián tiếp có thể xảy ra	Việc giảm thuế nhập khẩu ô tô của Việt Nam sẽ làm tăng tính cạnh tranh trên thị trường Việt Nam và có khả năng làm giảm nhu cầu mua ô tô
DRC	Lốp xe (xe tải, xe buýt, xe máy, xe đạp)	21%	4%	50%	Tiêu cực	

Nguồn: HSC

Các doanh nghiệp Cảng hàng không/cảng biển và Logistic: Dự kiến tác động tiêu cực

Nhìn chung, theo đánh giá của HSC, mức thuế cao hơn của Mỹ sẽ tác động tiêu cực đến GMD và SCS, trong khi tác động đến HAH và VTP là không đáng kể. Chi tiết về các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi như sau:

- **GMD** (Mua vào, giá mục tiêu 85.400đ): HSC ước tính thị trường Mỹ đóng góp khoảng 30% tổng sản lượng hàng hóa qua các cảng của GMD trong năm 2024. Chi tiết tác động tại từng cảng như sau:

- Tại cảng Gemalink (GMD sở hữu 65% cổ phần), xuất nhập khẩu sang Mỹ chiếm khoảng 44% tổng sản lượng năm 2024.
- Tại cảng Nam Đình Vũ (GMD sở hữu 60% cổ phần), thị trường xuất khẩu chính là nội Á, trong khi các lô hàng sang Hoa Kỳ chiếm chưa đến 10% tổng sản lượng năm 2024.
- Tại cảng Phước Long (GMD sở hữu 100% cổ phần), hàng hóa đi Mỹ chiếm khoảng 30% tổng lượng hàng qua cảng.

Mức thuế cao sẽ khiến sản lượng hàng hóa xuất khẩu sang Mỹ giảm mạnh, ảnh hưởng tiêu cực tới KQKD của GMD. Tuy nhiên, vào tháng 4/2025, BLĐ GMD cho hay họ sẽ đón thêm các tuyến vận chuyển mới tại Gemalink đi châu Phi, châu Âu, Canada và Brazil, điều này phần nào bù đắp sự sụt giảm từ thị trường Mỹ. Ngoài ra, nếu đề xuất tăng phí cảng tại khu vực Cái Mép được thông qua, điều này cũng sẽ hỗ trợ doanh thu và lợi nhuận của Công ty. Ở giai đoạn này, HSC đang xem xét lại dự báo và giá mục tiêu của mình để phản ánh tác động tiêu cực tiềm tàng từ mức thuế xuất khẩu mới đối với GMD.

Do mong muốn tránh mức thuế mới của Mỹ (bao gồm thuế cơ bản 10% từ ngày 5/4 và thuế đối ứng 46% từ ngày 9/4), các lô hàng xuất khẩu sang Mỹ đã được đẩy nhanh việc tiến độ bốc xếp và khởi hành trước ngày 5/4. Các cảng lớn có tuyến đi Mỹ trực tiếp như Cái Mép Thị Vải – nơi đặt cảng Gemalink – đã ghi nhận hoạt động bốc xếp tăng mạnh. Tuy nhiên, một số lô hàng trung chuyển hoặc đi qua các cảng nhỏ hơn và yêu cầu cập bến tại các cảng nhỏ khác trước khi khởi hành đến Mỹ đang gặp tình trạng bị từ chối. Điều này có thể mang lại tác động tích cực ngắn hạn cho Gemalink, nhưng chỉ trong khoảng một tuần.

- **HAH** (Mua vào, giá mục tiêu 67.600đ): Mức thuế cao tại thị trường Mỹ không tác động trực tiếp đến HAH trong ngắn hạn. Hiện tại, 8 trong số 17 tàu của HAH đang được cho thuê với mức giá cố định. Trong khi đó, số tàu còn lại chủ yếu phục vụ tuyến nội địa và các tuyến vận chuyển hàng hóa từ Việt Nam sang Trung Quốc, Ấn Độ và Singapore.

Các tác động gián tiếp và dài hạn hơn có thể bao gồm sự sụt giảm nhu cầu vận tải toàn cầu do chiến tranh thương mại, kéo theo giá cước vận tải quốc tế giảm. Điều này sẽ ảnh hưởng đến cước vận tải quốc tế hoặc giá cho thuê tàu của HAH khi các hợp đồng được gia hạn.

Ở chiều ngược lại, nếu giá dầu giảm do nhu cầu toàn cầu suy yếu, điều này sẽ giúp chi phí hoạt động của mảng vận tải của Công ty giảm đáng kể vì nhiên liệu chiếm khoảng 30%-40% tổng chi phí hoạt động.

Tóm lại, trong ngắn hạn (năm 2025), HAH có thể hưởng lợi từ khả năng giá dầu giảm, bù đắp cho rủi ro giảm giá cước vận tải, nhờ hợp đồng cho thuê tàu với giá thuê cố định và thị trường trong nước duy trì ổn định. Tuy nhiên, trong dài hạn (từ năm 2026 trở đi), rủi ro giảm giá cước vận tải gia tăng sẽ tạo áp lực giảm lợi nhuận trong năm 2026.

- **SCS** (đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu): Theo ước tính của HSC, thị trường Mỹ đóng góp khoảng 20–22% tổng sản lượng hàng năm và 15–17% tổng doanh thu của SCS. Do đó, nếu nhu cầu nhập khẩu của Mỹ suy giảm do mức thuế cao, SCS sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực. Do toàn bộ sản lượng của SCS phụ thuộc vào nhu cầu của khách hàng, Công ty không thể chủ động giảm thiểu rủi ro. Điều này, theo chúng tôi, đồng nghĩa với việc SCS không có khả năng đa dạng hóa rủi ro tại thời điểm hiện tại. SCS ghi nhận sản lượng hàng hóa hàng không tăng mạnh gần đây do khách hàng đẩy nhanh tiến độ vận chuyển các lô hàng trước thời điểm áp thuế mới. Mặc dù điều này sẽ mang lại lợi ích tạm thời nhưng khó có thể bù đắp cho các tác động tiêu cực dài hạn dự kiến.
- **VTP** (đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu): Các mảng kinh doanh cốt lõi của VTP là dịch vụ chuyển phát và logistic và không tiếp xúc với thị trường Mỹ. Tuy nhiên, căng thẳng thương mại leo thang có thể mang lại lợi ích gián tiếp cho

VTP thông qua tăng trưởng thương mại biên giới Việt Nam – Trung Quốc, khi hàng hóa Trung Quốc giá cả phải chăng hơn xâm nhập vào Việt Nam. VTP hiện đang vận hành khu logistics Lạng Sơn tại khu vực biên giới Việt Nam – Trung Quốc (dự báo đóng góp khoảng 3% vào lợi nhuận thuần năm 2025), giúp Công ty hưởng lợi từ xu hướng này. Nhìn chung, HSC tin rằng mức thuế cao từ Mỹ sẽ có tác động không đáng kể đến VTP tại thời điểm hiện tại.

Bảng 3: Tác động lên các công ty ngành Cảng và Logistics HSC khuyến nghị

Dự báo sẽ tác động tiêu cực

	Sản phẩm	Xuất khẩu sang Mỹ/tổng sản lượng	Thuế từ 9/4	Tác động của thuế đối ứng của Mỹ	Ghi chú
GMD	Cảng biển	30%	Hàng hóa từ VN xuất khẩu sang Mỹ hiện chịu mức thuế 46%	Lượng hàng hóa từ VN sang Mỹ sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực	
HAH	Vận tải hàng hóa, vận hành cảng	Không xuất khẩu sang Mỹ. Trong nước, Trung Quốc, Singapore và Ấn Độ là những thị trường chính	N/a	Tác động không đáng kể lên khối lượng hàng hóa vận tải, nhưng có khả năng tác động đến giá thuê tàu/vận tải hàng hóa	Giá thuê tàu hiện cố định, nhưng nếu giá cước vận tải toàn cầu giảm do nhu cầu suy yếu, sẽ tác động đến (1) giá thuê tàu cho các hợp đồng được gia hạn và (2) giá cước vận tải của các tuyến hiện tại đến Trung Quốc và Ấn Độ.
SCS	Vận tải hàng không	15-17%	Hàng hóa từ VN xuất khẩu sang Mỹ hiện chịu mức thuế 46%	Lượng hàng hóa từ VN sang Mỹ sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực	
VTP	Logistics	Không	N/a	Không đáng kể	

Nguồn: Dữ liệu công ty, HSC

Các doanh nghiệp Hàng không: Không chịu tác động trực tiếp

Nhìn chung, HSC cho rằng mức thuế đối ứng cao của Mỹ sẽ có tác động không đáng kể trong ngắn hạn đối với các doanh nghiệp hàng không, bao gồm **ACV** (Mua vào, giá mục tiêu 142.100đ), **HVN** (Mua vào, giá mục tiêu 38.700đ), **VJC** (đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu). Tuy nhiên, trong dài hạn, chúng tôi lo ngại về khả năng nhu cầu đi lại suy yếu do tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại bởi ảnh hưởng của mức thuế cao.

Mặt khác, nếu giá nhiên liệu giảm do nhu cầu tiêu thụ toàn cầu yếu, các hãng hàng không sẽ được hưởng lợi đáng kể vì chi phí nhiên liệu bay chiếm khoảng 30%-40% tổng chi phí hoạt động.

Trong nhóm này, chúng tôi ưa thích HVN nhất nhờ câu chuyện phục hồi tích cực. Giá nhiên liệu bay giảm cũng có thể giúp bù đắp phần nào khả năng suy yếu của lưu lượng hàng không quốc tế.

Bảng 4: Tác động lên các công ty ngành Hàng không HSC khuyến nghị

Không tác động trực tiếp nhưng tiềm ẩn tác động gián tiếp

	Sản phẩm	Tác động của thuế đối ứng của Mỹ	Ghi chú
ACV	Vận hành cảng hàng không	Tác động gián tiếp có thể xảy ra	Nhu cầu đi lại có thể giảm do suy thoái kinh tế với gánh nặng thuế cao
HVN	Tàu bay	Tác động gián tiếp có thể xảy ra	Nhu cầu đi lại có thể giảm do suy thoái kinh tế với gánh nặng thuế cao
VJC	Tàu bay	Tác động gián tiếp có thể xảy ra	Nhu cầu đi lại có thể giảm do suy thoái kinh tế với gánh nặng thuế cao

Nguồn: HSC

Kết luận

Nếu được áp dụng, các mức thuế đối ứng sẽ tác động tiêu cực đến 17 công ty cốt lõi thuộc nhóm ngành Công nghiệp trong danh sách khuyến nghị của HSC, cả theo hướng trực tiếp lẫn gián tiếp. Do đó, chiến lược hiện tại của HSC tập trung vào việc lựa chọn các doanh nghiệp có: mức độ phụ thuộc vào thị trường Mỹ/thị trường quốc tế thấp; định hướng mạnh mẽ vào thị trường trong nước; hưởng lợi từ đầu tư hạ tầng trong nước; được hưởng các biện pháp phòng vệ thương mại tại thị trường trong nước; dòng tiền mạnh mẽ; định giá hấp dẫn; và lợi suất cổ tức cao. Dựa trên các tiêu chí này, chúng tôi ưa thích một số ý tưởng đầu tư đa dạng, bao gồm **các cổ phiếu**

hưởng lợi từ đầu tư công, các cổ phiếu có lợi suất cổ tức cao và các cổ phiếu có câu chuyện phục hồi tích cực.

- **HPG** rõ ràng là bên hưởng lợi từ câu chuyện đầu tư công của Việt Nam và được bảo vệ đối với sản phẩm HRC tại thị trường trong nước. Tỷ trọng xuất khẩu sang thị trường Mỹ không đáng kể, mở ra tiềm năng cho các cơ hội xuất khẩu mới. Mặc dù rủi ro gián tiếp có thể đến từ khả năng suy yếu của thị trường BĐS nhà ở tại Việt Nam nhưng điều này có thể được bù đắp phần nào nhờ gói kích cầu đầu tư hạ tầng dự kiến. HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9 lần, so với bình quân 5 năm ở mức 11,9 lần.
- **BMP** đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,3 lần; rẻ so với bình quân 8 năm ở mức 10,9 lần; đồng thời có lợi suất cổ tức ở mức rất cao. Với lợi ích tiềm năng từ giá hạt nhựa PVC có thể giảm (theo sau đà giảm của giá dầu do kinh tế toàn cầu suy yếu), BMP được đánh giá là có vị thế tương đối tốt.
- **VEA** đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,9 lần, so với bình quân 6 năm ở mức 8,8 lần; đồng thời cũng có lợi suất cổ tức dự báo đạt 12–14%. Chúng tôi cũng lưu ý rằng lợi nhuận của VEA phần lớn phụ thuộc vào tiêu thụ xe máy tại thị trường trong nước, do đó rủi ro lợi nhuận giảm sẽ ở mức hạn chế.
- **HVN** được xem là một câu chuyện hồi phục tích cực với sự hỗ trợ mạnh mẽ từ Chính phủ Việt Nam trong quá trình tái cấu trúc, cùng lợi ích tiềm năng từ giá nhiên liệu bay giảm. HVN đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 3,1 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 2,7 lần, nhưng thấp hơn nhiều so với mức trước đại dịch là 4,1 lần, trong khi lợi nhuận đã vượt xa mức trước đại dịch.

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

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

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

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

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

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

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

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

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



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

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

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