

Cảng biển & Cảng hàng không: Định giá hấp dẫn sau khi điều chỉnh theo rủi ro

Chê Thị Mai Trang

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

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

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

- Việc chính quyền Trump hoãn áp thuế đối ứng trong 90 ngày có thể giúp tăng lợi nhuận cho các doanh nghiệp Cảng biển & Cảng hàng không trong Q2/2025 nhờ ảnh hưởng tích cực từ các hoạt động đẩy mạnh xuất hàng trước khi bị áp thuế. Trong khi đó, tổng lợi nhuận thuần (GMD, SCS, HAH) trong Q1/2025 dự báo tăng 71% so với cùng kỳ.
- Theo đó, HSC nhận thấy rủi ro KQKD thực hiện năm 2025 của GMD, SCS và HAH thấp hơn dự báo của chúng tôi là không lớn nhờ (1) sản lượng xuất khẩu sang Mỹ mạnh mẽ trong Q2/2025 và (2) cước vận tải container tăng do các hoạt động nhập trữ hàng trước khi bị áp thuế đối ứng.
- Mặc dù lợi nhuận năm 2026-2027 vẫn chịu rủi ro từ khả năng thuế tăng nhưng định giá hiện tại của GMD và SCS rẻ sau khi giá điều chỉnh mạnh gần đây. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với GMD và Tăng tỷ trọng đối với SCS nhưng hạ khuyến nghị đối với HAH xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây.

Triển vọng lợi nhuận nửa đầu năm 2025 dự kiến sẽ tích cực

HSC dự báo các công ty logistic trong danh sách khuyến nghị sẽ có lợi nhuận tăng trưởng cao so với cùng kỳ trong Q1/2025. Lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi của HAH, GMD và SCS dự báo tăng lần lượt 273%, 38%, và 26% so với cùng kỳ nhờ ảnh hưởng tích cực từ sản lượng hàng hóa qua cảng tăng và mở rộng công suất.

Bên cạnh đó, với việc Mỹ hoãn áp thuế đối ứng trong 90 ngày đối với tất cả các đối tác thương mại ngoại trừ Trung Quốc kể từ ngày 9/4, HSC dự báo sản lượng xuất khẩu sang Mỹ sẽ tăng mạnh trong Q2/2025 khi các nhà xuất khẩu đẩy mạnh giao hàng trước thời hạn áp dụng thuế. Điều này sẽ giúp nâng cao lợi nhuận Q2/2025 của các công ty Cảng biển & Cảng hàng không trong danh sách khuyến nghị của HSC.

Rủi ro vẫn hiện hữu nhưng tác động ngắn hạn hạn chế sau khi hoãn áp thuế

Các rủi ro vẫn hiện hữu khi giai đoạn ân hạn thuế kết thúc. Tuy nhiên, với giả định sản lượng hàng hóa tăng mạnh trong nửa đầu năm 2025, HSC vẫn tương đối lạc quan và giả định rằng sản lượng hàng hóa qua các cảng của GMD và SCS đến Mỹ sẽ chỉ giảm lần lượt 10% và 5% trong năm 2025. Theo đó, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2025 đối với GMD và SCS, trong khi giảm bình quân khoảng 7-9% dự báo năm 2026-2027 cho mỗi công ty.

Vì HAH không có doanh thu trực tiếp từ thị trường Mỹ nên HSC hiện giữ nguyên dự báo tại giai đoạn này. Chúng tôi kỳ vọng chi phí nhiên liệu giảm và cước vận tải tăng ngắn hạn sẽ tạo ra một vùng đệm giúp bù đắp phần nào khả năng cước vận tải có thể giảm từ nửa cuối năm 2025.

Khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với GMD nhưng giảm 28% giá mục tiêu xuống 61.800đ (tiềm năng tăng giá 35%) sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và điều chỉnh các giả định định giá để phản ánh rủi ro gia tăng. HSC nhận thấy GMD đang có định giá rất hấp dẫn với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,8 lần, thấp hơn đến 3,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 20,6 lần.

Chúng tôi cũng duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với SCS nhưng giảm 19% giá mục tiêu xuống 68.900đ (tiềm năng tăng giá 19%) do giảm dự báo lợi nhuận và thay đổi một số giả định trong mô hình định giá. SCS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,4 lần, thấp hơn 2,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 13,1 lần.

Cuối cùng, HSC hạ khuyến nghị đối với HAH xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây (tăng 20% trong 1 tháng qua), phản ánh kỳ vọng về lợi ích ngắn hạn từ hoạt động nhập trữ hàng sớm. Chúng tôi giảm 4% giá mục tiêu xuống 65.000đ (tiềm năng tăng giá 13%) nhằm phản ánh tình hình rủi ro gia tăng.

Dù rủi ro vẫn hiện hữu, định giá hiện tại đang ở mức hấp dẫn và HSC cho rằng đây là cơ hội để tích lũy các cổ phiếu chất lượng với mức giá rẻ.

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
GMD	45,900	Mua vào	-	61,800	-	34.6	12.9	12.4	10.3	8.96	2.18	2.18
HAH	57,600	Tăng tỷ trọng	-	65,000	-	12.8	9.24	9.62	4.28	3.92	1.74	1.74
SCS	57,900	Tăng tỷ trọng	-	68,900	-	19.0	7.84	7.61	4.37	4.02	10.6	11.0

Giá cổ phiếu tại ngày 15/4/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Những rủi ro còn tồn tại đường như đã được phản ánh vào giá 3

KQKD nửa đầu năm 2025 mạnh mẽ, được hỗ trợ nhờ việc tạm hoãn thuế đối ứng trong 90 ngày 3

Các doanh nghiệp Cảng biển & Cảng hàng không Việt Nam nhiều khả năng sẽ hưởng lợi trong ngắn hạn 4

Báo cáo thành phần

CTCP Gemadept (GMD) 11

CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS) 19

CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HAH) 25

Những rủi ro còn tồn tại dường như đã được phản ánh vào giá

Dù rủi ro vẫn còn và môi trường vĩ mô còn nhiều bất định, HSC tin rằng định giá hiện tại của các công ty hấp dẫn sau các đợt điều chỉnh của thị trường do lo ngại về chính sách thuế đối ứng của Tổng thống Trump. Đáng chú ý, chúng tôi điều chỉnh tăng giá định phần bù rủi ro vốn CSH từ 7,5% lên 8,75% cho toàn bộ các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị của HSC nhằm phản ánh rủi ro tiềm ẩn đến từ chính sách thuế mới của Mỹ. Mặc dù giảm từ 4-28% giá mục tiêu, HSC vẫn duy trì khuyến nghị Mua vào đối với GMD (với tiềm năng tăng giá 35% tại giá mục tiêu mới là 61.800đ) và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với SCS (với tiềm năng tăng giá 19% tại giá mục tiêu mới là 68.900đ). Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với HAH xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) (tiềm năng tăng giá hiện chỉ còn 13% tại giá mục tiêu mới là 65.000đ) sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây.

KQKD nửa đầu năm 2025 mạnh mẽ, được hỗ trợ nhờ việc tạm hoãn thuế đối ứng trong 90 ngày

Lợi ích ngắn hạn từ hoạt động nhập trữ hàng trước và mức thuế hiện hành thấp hơn so với Trung Quốc

Vào ngày 2/4, Tổng thống Mỹ Donald Trump đã công bố chính sách thuế mới bao gồm (1) mức thuế cơ bản 10% đối với hàng nhập khẩu từ tất cả các quốc gia và vùng lãnh thổ trên toàn thế giới, có hiệu lực từ ngày 5/4 và (2) thuế đối ứng đối với một số đối tác thương mại từ ngày 9/4. Theo đó, Việt Nam chịu mức thuế đối ứng 46%.

Tuy nhiên, vào ngày 9/4, ông Trump đã công bố hoãn thi hành mức thuế đối ứng trong 90 ngày. Theo đó, tất cả các đối tác thương mại của Mỹ tạm thời chịu mức thuế đồng loạt 10% trong giai đoạn này. Trong khi đó, Mỹ đã nâng mức thuế đối với hàng hóa Trung Quốc lên 145%.

Bất chấp các rủi ro đang diễn ra liên quan đến đàm phán thuế cuối cùng, HSC kỳ vọng việc tạm hoãn áp thuế sẽ mang lại tác động tích cực trong ngắn hạn đối với các doanh nghiệp cảng biển & cảng hàng không Việt Nam, bao gồm:

- Các nhà xuất khẩu Việt Nam nhiều khả năng sẽ đẩy nhanh tiến độ giao hàng trước thời hạn áp thuế để tránh mức thuế cao hơn. Ngoài ra, với việc Mỹ tăng mạnh thuế đối với hàng hóa Trung Quốc, các sản phẩm của Việt Nam sẽ trở nên rẻ hơn tương đối so với hàng hóa của Trung Quốc trong thời gian tạm hoãn áp thuế (và thậm chí có thể tiếp diễn sau đó vì thuế đối ứng của Việt Nam vẫn thấp hơn đáng kể so với của Trung Quốc).
- Do đó, trong ngắn hạn, sản lượng xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ có khả năng tăng mạnh, do ảnh hưởng tích cực từ (1) việc nhập trữ hàng trước để tránh mức thuế cao hơn và (2) sự chuyển dịch đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam, do cơ cấu hàng hóa xuất khẩu của hai nước sang thị trường Mỹ khá tương đồng.

Trong quá khứ, HSC cũng ghi nhận hoạt động nhập trữ hàng trước đã làm tăng đáng kể xuất khẩu sang Mỹ của Trung Quốc trong năm 2018, giai đoạn nhiệm kỳ đầu của Tổng thống Trump. Trong 6 tháng đầu năm 2018, xuất khẩu của Trung Quốc sang Mỹ chỉ tăng 5,4% so với cùng kỳ do tâm lý bất ổn và lo ngại về khả năng áp thuế. Tuy nhiên, sau khi các mức thuế cụ thể và thời điểm áp dụng được công bố, xuất khẩu từ Trung Quốc sang Mỹ đã tăng mạnh 19% so với cùng kỳ trong nửa cuối năm 2018, do ảnh hưởng tích cực từ các hoạt động nhập trữ hàng trước.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp sẽ đẩy mạnh hoạt động nhập trữ hàng trước trong Q2/2025, qua đó thúc đẩy sản lượng tăng mạnh trong giai đoạn này trên tất cả các phương tiện – từ cảng biển đến các nhà ga hàng hóa hàng không, từ các hãng tàu đến các công ty logistic.

Khả năng cước vận tải container toàn cầu tăng mạnh do hoạt động nhập trữ hàng trước

Nhu cầu vận chuyển tăng mạnh trong thời gian ngắn do hoạt động nhập trữ hàng sớm dự kiến cũng sẽ đẩy cước vận tải container tăng mạnh. Diễn biến tương tự đã xảy ra trong năm 2018 khi các nhà xuất khẩu Trung Quốc đẩy nhanh tiến độ giao hàng để

tránh mức thuế cao. Bên cạnh đó, trong giai đoạn từ tháng 5 đến tháng 8 năm ngoái, HSC cũng ghi nhận mức tăng mạnh của cước vận tải container sau khi Mỹ công bố áp các mức thuế mới lên khoảng 18 tỷ USD hàng nhập khẩu từ Trung Quốc (bao gồm thép và nhôm, chip bán dẫn, xe điện, pin, pin năng lượng mặt trời, v.v.).

Biểu đồ 1: Chỉ số container index toàn cầu (T1-T12/2018)

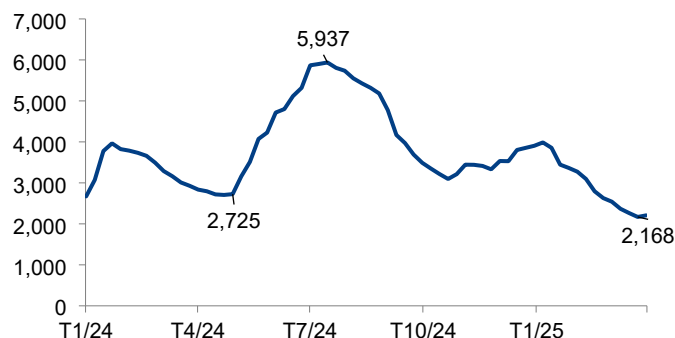
Việc vận chuyển hàng trước của Trung Quốc khiến giá cước vận chuyển tăng đột biến trong 6 tháng cuối năm 2018...



Nguồn: Drewry

Biểu đồ 2: Chỉ số container index toàn cầu (T1/20) ...và giai đoạn T4-T8/2024

...



Nguồn: Drewry

Đáng chú ý, quy mô của đợt nhập trữ hàng sớm lần này được dự báo sẽ lớn hơn rất nhiều so với các đợt trước đây. Trước đây, các đợt áp thuế cao chủ yếu nhắm vào Trung Quốc trong khi kế hoạch áp thuế đối ứng hiện tại được áp dụng trên phạm vi rộng hơn bao gồm nhiều quốc gia. Do đó, quy mô hoạt động nhập trữ hàng sớm lần này có khả năng sẽ lớn hơn nhiều, giúp nâng cao đáng kể cước vận tải container so với các giai đoạn trước.

Các doanh nghiệp Cảng biển & Cảng hàng không Việt Nam nhiều khả năng sẽ hưởng lợi trong ngắn hạn

GMD, SCS và HAH dự kiến sẽ hưởng lợi từ hoạt động nhập trữ hàng trước trong Q2/2025, nhờ các yếu tố sau:

- Sản lượng hàng hóa qua các cảng của GMD và SCS nhiều khả năng sẽ tăng mạnh.
- Cước vận tải quốc tế của HAH nhiều khả năng sẽ tăng nhờ xu hướng tăng chung của cước vận tải container toàn cầu. Bên cạnh đó, nếu giá dầu tiếp tục giảm hoặc duy trì ở mức thấp hiện tại (61,5 USD/thùng đối với dầu WTI, giảm 13,4% so với đầu năm), điều này sẽ càng hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận, do chi phí nhiên liệu chiếm khoảng 30-35% tổng chi phí hoạt động của công ty.

Do đó, HSC kỳ vọng lợi nhuận các công ty này sẽ tăng trưởng mạnh mẽ so với cùng kỳ trong Q2/2025. Kết hợp với triển vọng lợi nhuận tích cực trong Q1/2025 như được thảo luận dưới đây, GMD, HAH, và SCS dự báo sẽ ghi nhận KQKD tích cực trong nửa đầu năm 2025.

Dự báo KQKD Q1/2025

Cả ba công ty nhiều khả năng sẽ ghi nhận KQKD mạnh mẽ trong Q1/2025 nhờ sản lượng hàng hóa tăng trưởng mạnh. Cụ thể:

- GMD:** HSC ước tính LNTT từ HĐKD cốt lõi của GMD trong Q1/2025 đạt khoảng 515 tỷ đồng (tăng 38% so với cùng kỳ, tăng 4% so với quý trước) nhờ sản lượng tăng mạnh, đến từ các tuyến dịch vụ mới tại cảng Nam Đình Vũ (NDV, công ty tư nhân, chưa niêm yết, GMD sở hữu 60% cổ phần) và Gemalink (GML, công ty tư nhân, chưa niêm yết, GMD sở hữu 75% cổ phần). Tuy nhiên, lợi nhuận thuần của GMD nhiều khả năng sẽ vào khoảng 305 tỷ đồng (giảm 45% so với cùng kỳ) do không còn ghi nhận khoản lợi nhuận từ thoái vốn cảng Nam Hải trong Q1/2024 ước tính khoảng 332 tỷ đồng.
- SCS:** HSC kỳ vọng lợi nhuận thuần Q1/2025 của SCS đạt 185 tỷ đồng (tăng 26% so với cùng kỳ, 9% so với quý trước) nhờ sản lượng hàng hóa quốc tế tăng lên nhờ khách hàng mới, Qatar Airways, từ tháng 2/2024. Tổng sản lượng hàng hóa

của SCS trong Q1/2025 tăng 8,4% so với cùng kỳ đạt 63.320 tấn, chủ yếu nhờ sản lượng quốc tế tăng 12,3% trong khi sản lượng nội địa giảm 2,2%.

- **HAH:** HSC dự báo lợi nhuận thuần Q1/2025 của HAH đạt 220 tỷ đồng (tăng 273% so với cùng kỳ và giảm 21% so với quý trước). Lợi nhuận tăng mạnh so với cùng kỳ chủ yếu nhờ mở rộng đội tàu, giá cho thuê tàu định hạn và cước vận tải tăng cũng như nhờ so với mức nền thấp. Trong khi đó, lợi nhuận giảm so với quý trước chủ yếu do yếu tố mùa vụ khi sản lượng hàng hóa qua cảng thường kém tích cực trong Q1 hằng năm.

Rủi ro vẫn hiện hữu từ nửa cuối năm 2025 trở đi

Dù triển vọng lợi nhuận trong nửa đầu năm 2025 là tích cực, rủi ro vẫn tồn tại do mức thuế cao từ Mỹ. Hiện tại, mức độ sụt giảm sản lượng xuất khẩu sang Mỹ vẫn chưa rõ ràng vì còn phụ thuộc vào (1) mức thuế tuyệt đối được áp lên từng nhóm hàng xuất khẩu của Việt Nam và (2) mức thuế này so với các quốc gia khác trong cùng ngành – những yếu tố sẽ quyết định năng lực cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam.

Tuy nhiên, Việt Nam sở hữu nhiều lợi thế cạnh tranh nội tại vững chắc, bao gồm chi phí lao động thấp, lực lượng lao động trẻ và dồi dào, môi trường chính trị ổn định, định hướng tăng trưởng kinh tế rõ rệt và vị trí địa lý chiến lược gần các trung tâm sản xuất và tiêu dùng lớn của châu Á. Bên cạnh đó, các hiệp định thương mại tự do (FTA) rộng khắp của Việt Nam tạo điều kiện cho các doanh nghiệp trong nước tiếp cận nhiều thị trường với mức thuế ưu đãi. Đặc biệt, sự linh hoạt và khả năng thích ứng nhanh của các doanh nghiệp trong nước trước những gián đoạn trong thương mại và chuỗi cung ứng toàn cầu sẽ hỗ trợ thêm cho nỗ lực của Việt Nam trong việc mở rộng xuất khẩu sang các thị trường ngoài Mỹ, qua đó từng bước giảm sự phụ thuộc vào thị trường này trong những năm tới.

Trước bối cảnh chưa rõ ràng về mức thuế sắp tới, HSC đã xây dựng các kịch bản giả định liên quan đến mức độ sụt giảm sản lượng xuất khẩu sang Mỹ của GMD và SCS nhằm đánh giá cụ thể hơn tác động đến lợi nhuận khi hoạt động xuất khẩu sang Mỹ suy yếu.

- Trong kịch bản cơ sở cho năm 2025, chúng tôi giả định sản lượng hàng hóa qua các cảng của GMD sẽ giảm 10% và sản lượng hàng hóa qua các cảng của SCS sẽ giảm 5%.
- Trong kịch bản cơ sở cho năm 2026 và 2027, chúng tôi giả định sản lượng xuất khẩu sang Mỹ sẽ giảm 20% mỗi năm.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HAH không có doanh thu từ thị trường Mỹ do đó sẽ không chịu tác động trực tiếp từ khả năng áp thuế cao. Trong khi cước vận tải nhiều khả năng sẽ tăng tạm thời trong Q2/2025 do hoạt động nhập trữ hàng sớm, HSC cho rằng mặt bằng cước sẽ quay trở lại bình thường sau đó. Trong bối cảnh đó, chúng tôi giữ nguyên dự báo hiện tại cho HAH ở thời điểm này.

Đối với GMD và SCS, sản lượng xuất khẩu sang Mỹ đóng góp lần lượt khoảng 25% và 16% tổng sản lượng hàng hóa xử lý, khiến hai doanh nghiệp này dễ bị ảnh hưởng tiêu cực từ chính sách tăng thuế xuất khẩu của Mỹ. Tuy nhiên, tác động trong năm 2025 dự kiến sẽ ở mức hạn chế, do đó HSC chỉ điều chỉnh giảm nhẹ lần lượt 2% và 1% dự báo lợi nhuận của hai doanh nghiệp này. Cho năm 2026–2027, chúng tôi điều chỉnh giảm bình quân lần lượt 11% và 6% dự báo lợi nhuận cho GMD và SCS.

GMD: Giảm dự báo lợi nhuận năm 2025, 2026, 2027

HSC chỉ giảm 2% dự báo cho cả năm 2025 nhưng giảm lần lượt 9% và 13% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027 do giảm giả định sản lượng hàng hóa. Cụ thể như sau:

- Cho năm 2025, HSC giả định sản lượng hàng hóa qua các cảng của GMD để xuất khẩu đến Mỹ sẽ giảm 10%. Tuy nhiên, sự sụt giảm sản lượng xuất khẩu sang Mỹ trong năm 2025 sẽ được bù đắp nhờ đóng góp từ các tuyến dịch vụ mới khi Công ty đã tiếp nhận bốn tuyến dịch vụ mới trong tháng 4 đi châu Phi, EU, Canada và Brazil. Theo đó, chúng tôi giảm 2% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 xuống 1.495 tỷ đồng (tăng trưởng 2%).

Bảng 3: Điều chỉnh dự báo, GMD

HSC hạ lần lượt 2%/9%/13% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025/2026/2027

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	5,016	5,672	6,445	4,819	5,385	6,078	-4%	-5%	-6%
LNTT	2,271	2,536	2,960	2,223	2,343	2,685	-2%	-8%	-9%
LNTT cốt lõi	2,271	2,536	2,960	2,223	2,343	2,685	-2%	-8%	-9%
Lợi nhuận thuần	1,528	1,748	1,994	1,495	1,586	1,737	-2%	-9%	-13%
Tăng trưởng									
Doanh thu thuần	4%	13%	14%	0%	12%	13%			
LNTT	56%	12%	17%	7%	5%	15%			
LNTT cốt lõi	9%	12%	17%	7%	5%	15%			
Lợi nhuận thuần	5%	14%	14%	2%	6%	10%			

Nguồn: HSC

Bảng 4: Phân tích độ nhạy của lợi nhuận thuần năm 2025 (tỷ VNĐ) với sản lượng xuất khẩu sang Mỹ, GMD

Kịch bản cơ sở của chúng tôi cho năm 2025 là sản lượng xuất khẩu sang Mỹ giảm 10% so với năm 2024

Tăng/giảm sản lượng XK sang Mỹ	LNTT cốt lõi 2025	Tăng trưởng	Lợi nhuận thuần 2025	Tăng trưởng	EPS	P/E
10%	2,346	13%	1,584	9%	3,470	13.3
0%	2,285	10%	1,540	6%	3,373	13.6
-10%	2,223	7%	1,495	2%	3,275	14.0
-20%	2,162	4%	1,451	-1%	3,178	14.5
-50%	1,978	-4%	1,318	-10%	2,886	15.9
-100%	1,671	-19%	1,095	-25%	2,399	19.2

Nguồn: HSC

Bảng 5: Phân tích độ nhạy của lợi nhuận thuần năm 2026 (tỷ VNĐ) với sản lượng xuất khẩu sang Mỹ, GMD

Kịch bản cơ sở của chúng tôi cho năm 2026 là sản lượng xuất khẩu sang Mỹ giảm 20% so với năm 2025

Tăng/giảm sản lượng XK sang Mỹ	LNTT cốt lõi 2026	Tăng trưởng	Lợi nhuận thuần 2026	Tăng trưởng	EPS	P/E
10%	2,480	12%	1,677	12%	3,672	12.5
0%	2,422	9%	1,634	9%	3,580	12.9
-20%	2,307	4%	1,550	4%	3,394	13.6
-50%	2,133	-4%	1,423	-5%	3,116	14.8
-100%	1,844	-17%	1,211	-19%	2,652	17.3

Nguồn: HSC

- Cho năm 2026-2027, HSC giảm lần lượt 9% và 13% dự báo lợi nhuận thuần xuống 1.586 tỷ đồng (tăng trưởng 6%) và 1.737 tỷ đồng (tăng trưởng 10%) dựa trên giả định rằng sản lượng xuất khẩu sang Mỹ sẽ giảm 20%.
- Phân tích độ nhạy đối với dự báo lợi nhuận năm 2025 cho thấy nếu không có sản lượng xuất khẩu đến Mỹ trong năm 2025, lợi nhuận thuần sẽ giảm 25%. Tuy nhiên, đây chỉ là một kịch bản giả định nhằm cung cấp góc nhìn nhanh về tác động tiềm tàng của thuế đối ứng đến lợi nhuận. Trên thực tế, kịch bản này rất khó xảy ra, xét đến sản lượng xuất khẩu sang Mỹ mạnh mẽ trong Q1 và xu hướng đẩy mạnh nhập trữ hàng trước dự kiến diễn ra trong Q2.

SCS: Gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2025 nhưng giảm 9% dự báo cho năm 2026

HSC gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2025 nhưng giảm 9% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026 để phản ánh khả năng sản lượng hàng hóa xử lý xuất sang thị trường Mỹ giảm. 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.

Trong kịch bản cơ sở, với giả định sản lượng hàng hóa xuất khẩu sang Mỹ giảm 5% trong năm 2025, lợi nhuận thuần của SCS dự kiến tăng trưởng 6% đạt 736 tỷ đồng, thấp hơn 1% so với dự báo trước đó của chúng tôi.

Cho năm 2026, chúng tôi giả định sản lượng hàng hóa xuất sang Mỹ giảm 20%, theo đó, lợi nhuận thuần của SCS tăng trưởng 3% đạt 757 tỷ đồng.

Bảng 6: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, SCS

Dự báo năm 2025 của HSC gần như giữ nguyên, tuy nhiên chúng tôi hạ 9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026

Tỷ đồng	2024A	2024F	Dự báo cũ 2025F	2026F	Dự báo mới 2025F	2026F	2027F	Điều chỉnh 2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	1,037	1,011	1,146	1,285	1,123	1,185	829	-2%	-8%	N/a
Lợi nhuận thuần	693	717	742	835	737	758	528	-1%	-9%	N/a
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần	47%	43%	11%	12%	8%	6%	-30%			
Lợi nhuận thuần	39%	44%	7%	13%	6%	3%	-30%			

Nguồn: HSC

Bảng 7: Phân tích độ nhạy của lợi nhuận thuần năm 2025 với sản lượng xuất khẩu, SCS

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định sản lượng năm 2025 sẽ giảm 5%

Tăng/giảm sản lượng XK sang Mỹ 2025	Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	Tăng trưởng	EPS	2025 P/E
10%	756	9%	7,029	8.5
0%	743	7%	6,901	8.7
-5%	736	6%	6,833	8.8
-20%	729	5%	6,764	8.9
-50%	677	-2%	6,254	9.6
-100%	609	-12%	5,588	10.7

Nguồn: HSC

Bảng 8: Phân tích độ nhạy của lợi nhuận thuần năm 2026 với sản lượng xuất khẩu, SCS

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định sản lượng năm 2026 sẽ giảm 20%

Tăng/giảm sản lượng XK sang Mỹ 2026	Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	Tăng trưởng	EPS	2026 P/E
10%	795	8%	7,411	8.1
0%	782	6%	7,284	8.2
-20%	757	3%	7,039	8.5
-50%	720	-2%	6,676	9.0
-100%	657	-11%	6,058	9.9

Nguồn: HSC

Phân tích độ nhạy đối với dự báo lợi nhuận năm 2025 cho thấy, trong kịch bản tiêu cực nhất khi không có sản lượng xuất khẩu đến Mỹ trong năm 2025, lợi nhuận thuần sẽ giảm 12%. Phân tích độ nhạy cho năm 2026, giả định sản lượng xuất khẩu sang Mỹ giảm 5% trong năm 2025 và giảm 100% trong năm 2026, lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ giảm 11%. Tương tự như trường hợp của GMD, những kịch bản này chỉ nhằm minh họa mức độ tác động tiềm năng trong trường hợp không còn thị trường Mỹ chứ không kỳ vọng sẽ xảy ra trong thực tế.

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 30% do sản lượng giảm khi Cảng hàng không Quốc tế Long Thành (LTIA) đi vào hoạt động và sản lượng hàng hóa quốc tế sẽ được chuyển giao đến cảng hàng không mới này. Tuy nhiên, SCS có khả năng cao sẽ trở thành đơn vị khai thác nhà ga hàng hóa mới tại đây, và trong trường hợp đó, lợi nhuận năm 2027 sẽ cao hơn so với dự báo hiện tại của chúng tôi. HSC hiện chưa đưa yếu tố này vào mô hình dự báo của mình do thông tin chưa đầy đủ.

HAH: Không có doanh thu từ thị trường Mỹ

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.

HAH chỉ bị ảnh hưởng gián tiếp bởi khả năng tăng cước phí vận tải tăng trong ngắn hạn như đã đề cập trước đó. Ở chiều ngược lại, khi hoạt động nhập trừ hàng sớm kết thúc, cước vận tải có thể đối mặt với rủi ro giảm. Xét đến các yếu tố bù trừ nói trên, HSC duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 của HAH.

Định giá và khuyến nghị

Do rủi ro gia tăng và mức độ bất định cao, HSC tăng phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% (từ 7,5% trước đây) cho tất cả các công ty trong danh sách khuyến nghị của mình. Sau khi điều chỉnh các giả định định giá chính và cập nhật dự báo lợi nhuận, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với GMD và Tăng tỷ trọng đối với SCS nhưng hạ khuyến nghị đối với HAH xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào). Cụ thể như sau:

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với GMD dù đã giảm 28% giá mục tiêu xuống 61.800đ (tiềm năng tăng giá 35%). Sự điều chỉnh này chủ yếu phản ánh việc giảm dự báo lợi nhuận và đưa ra các giả định định giá mới, bao gồm nâng phần bù rủi ro vốn CSH và tăng beta lên mức 1,2 (từ 0,9 trước đó) (theo dữ liệu từ Bloomberg). Theo đó, giả định WACC tăng lên mức 12,1% (từ 10,0%), phản ánh mức độ rủi ro cao hơn do GMD có mức độ phụ thuộc lớn vào thị trường Mỹ.
- Chúng tôi cũng duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với SCS nhưng giảm 19% giá mục tiêu xuống 68.900đ (tiềm năng tăng giá 19%) do giảm dự báo lợi nhuận và tăng phần bù rủi ro vốn CSH (dẫn đến giả định WACC là 11,9%, tăng từ 10,8% trước đó).
- HSC hạ khuyến nghị đối với HAH xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) đồng thời giảm 4% giá mục tiêu xuống 65.000đ (tiềm năng tăng giá 13%), chủ yếu do tăng giả định phần bù rủi ro vốn CSH (dẫn đến giả định WACC tăng lên mức 13,0% từ 12,6% trước đó).

Gần đây, giá cổ phiếu của GMD và SCS đã giảm mạnh do lo ngại về tác động của thuế đối ứng, đưa định giá của hai cổ phiếu này về mức rất hấp dẫn. HSC lưu ý những điều sau:

- **GMD** đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,8 lần, thấp hơn đến 3,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 20,6 lần. GMD cũng đã đề xuất kế hoạch mua lại cổ phiếu trong bối cảnh giá cổ phiếu giảm mạnh gần đây. BLĐ cũng đã đăng ký mua vào 7,5 triệu cổ phiếu (1,8% số lượng cổ phiếu đang lưu hành) vì tin rằng giá cổ phiếu hiện tại đang bị định giá thấp so với giá trị thực.

HSC có cùng quan điểm với Công ty về vấn đề này. Mặc dù rủi ro tiềm năng vẫn cao và có nhiều bất định về chính sách thuế của Mỹ, chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại là hấp dẫn để nắm giữ dài hạn. HSC ưa thích GMD nhờ BLĐ giàu kinh nghiệm, vị thế dẫn đầu ngành cảng và logistic tại Việt Nam, các dự án đầu tư có tiềm năng cao tại các trung tâm container trọng điểm và tình hình tài chính lành mạnh.

- **SCS** đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,4 lần, thấp hơn 2,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 13,1 lần. Bên cạnh đó, lợi suất cổ tức của SCS vẫn duy trì ở mức hấp dẫn lần lượt đạt 10,6%, 11,0% và 7,5% cho các năm 2025, 2026, 2027 khi HSC giả định tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức của công ty là 90% trong giai đoạn 2025-2027.
- Trong khi đó, sau khi giá cổ phiếu tăng 20% trong 1 tháng vừa qua và có diễn biến tích cực hơn so với chỉ số VN Index – nhiều khả năng nhờ kỳ vọng vào KQKD Q1/2025 mạnh mẽ và tác động tích cực từ hoạt động nhập trừ hàng trước – **HAH** đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 4,4 lần, cao hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 3,8 lần. HSC tin rằng những thông tin tích cực đã phản ánh phần nào vào giá, do đó hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng.

Lưu ý, HSC sử dụng EV/EBITDA để định giá HAH (thay vì P/E được sử dụng cho GMD và SCS) nhờ chi phí khấu hao tương đối cao. Chi phí khấu hao cho năm 2024 của HAH tương đương 70% lợi nhuận thuần, so với chỉ 28% và 6% đối với GMD và SCS.

Bảng 9: Diễn biến giá cổ phiếu, các cổ phiếu ngành cảng biển & vận tải biển trong danh sách khuyến nghị của HSC

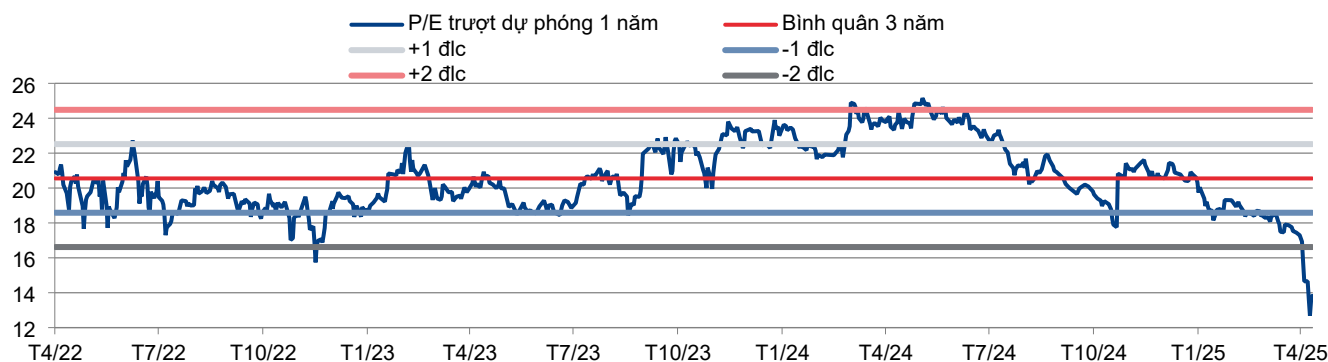
Giá cổ phiếu HAH trong 1 tháng gần đây diễn biến tích cực hơn 2 cổ phiếu còn lại do HAH không chịu tác động trực tiếp từ lệnh áp thuế của Mỹ

Mã CK	Giá CP (đồng/cp)	Thay đổi giá			Tương quan với chỉ số			Trượt dự phóng 1 năm*	Bình quân 3 năm * multiple*
		1 tháng	3 tháng	12 tháng	1 tháng	3 tháng	12 tháng		
GMD	45,900	-21.0%	-23.8%	-29.3%	-17.4%	-25.4%	-34.5%	13.8	20.6
SCS	57,900	-20.8%	-26.3%	-20.3%	-17.1%	-27.9%	-26.2%	8.4	13.1
HAH	57,500	20.1%	12.9%	70.9%	25.7%	10.5%	58.3%	4.4	3.8

Ghi chú: * EV/EBITDA đối với HAH và P/E đối với GMD/SCS.
Nguồn: HSC

Biểu đồ 10: P/E trượt dự phóng 1 năm, GMD

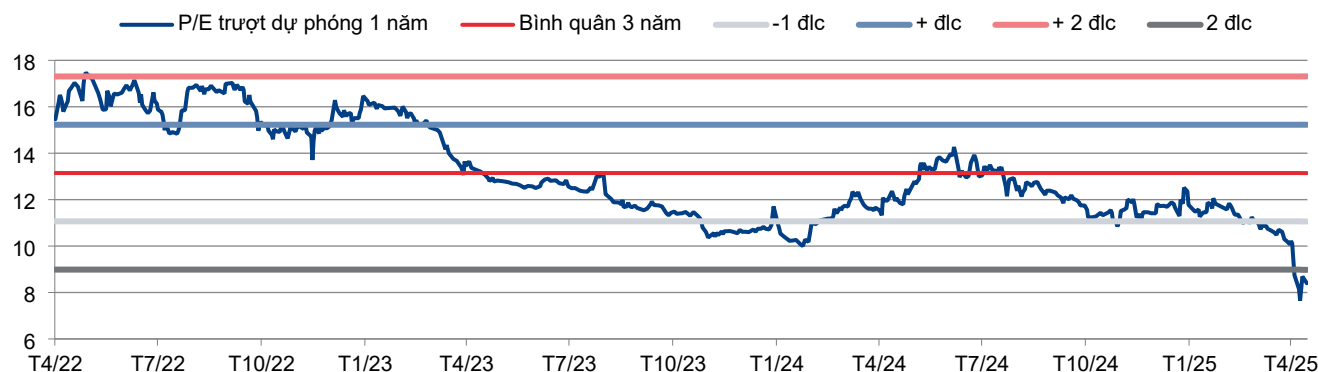
GMD hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,8 lần, thấp hơn 3,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 20,6 lần



Nguồn: HSC

Biểu đồ 11: P/E trượt dự phóng 1 năm, SCS

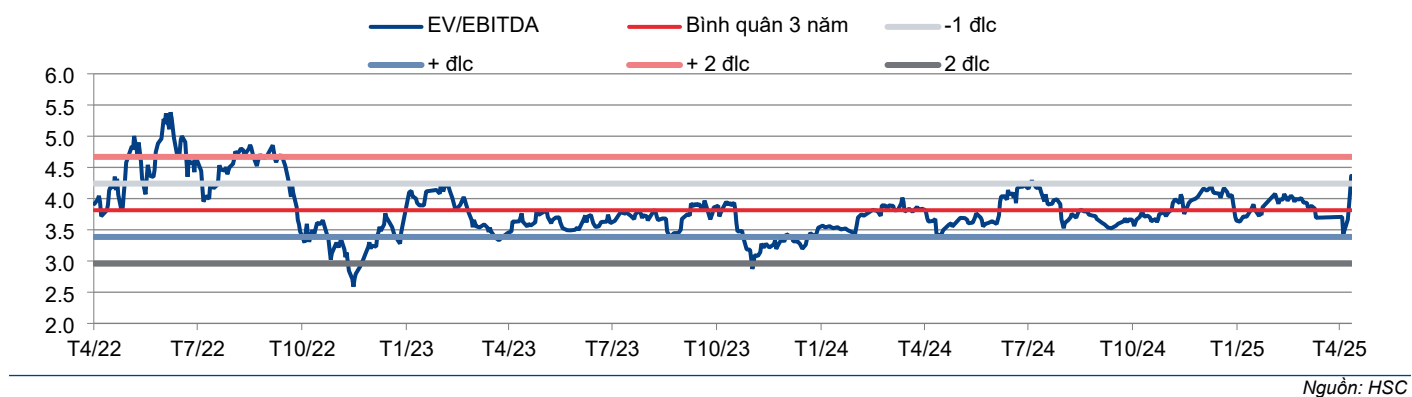
SCS hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,4 lần, thấp hơn 2,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 13,1 lần



Nguồn: HSC

Biểu đồ 12: EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm, HAH

HAH hiện giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 4,4 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm



Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ61,800 (từ VNĐ85,400)

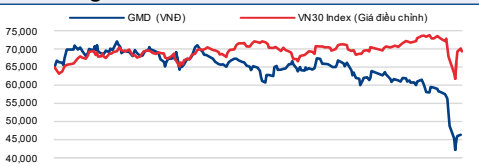
Tiềm năng tăng/giảm: 34.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (15/4/2025) 45,900

Mã Bloomberg	GMD VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	42,200-72,074
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	46,083
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	19,287
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	747
Slg CP lưu hành (tr.đv)	420
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	206
Slg CP NN được mua (tr.đv)	35.5
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	40.6%
Tỷ lệ freefloat	95.7%
Cổ đông lớn	SSJ Consulting (7.20%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(21.0)	(23.8)	(29.3)
So với chỉ số	(16.4)	(24.5)	(33.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,274	3,694	(11.4)
2026F	3,393	4,297	(21.0)
2027F	3,802	4,674	(18.7)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

GMD là doanh nghiệp cảng biển tư nhân lớn nhất tại Việt Nam với hệ thống cảng trải dài trên toàn quốc và hệ thống logistics tích hợp.

Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

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

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

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

Định giá hấp dẫn bất chấp rủi ro kéo dài; Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với GMD, với tiềm năng tăng giá 35% tại giá mục tiêu mới là 61.800đ, đã điều chỉnh giảm 28% để phản ánh rủi ro đến từ việc Mỹ tăng thuế.
- Chúng tôi giảm nhẹ 2% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 nhưng giảm lần lượt 9% và 13% dự báo cho năm 2026-2027 nhằm phản ánh tác động từ chính sách thuế của Mỹ. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần và LNTT từ HĐKD cốt lõi dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt đạt 6% và 9%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 21% trong 1 tháng qua, GMD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,8 lần, thấp hơn đến 3,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 20,6 lần. Đáng chú ý, BLĐ đã đăng ký mua 7,5 triệu cổ phiếu (tương đương 1,8% tổng số cổ phiếu đang lưu hành) và Công ty cũng đang có kế hoạch trình ĐHCHĐ sắp tới phương án mua cổ phiếu quỹ, yếu tố này có thể đóng vai trò thúc đẩy giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

Sự kiện: Đánh giá tác động từ chính sách thuế của Mỹ

HSC ước tính khoảng 25% hàng hóa mà các cảng của GMD tiếp nhận xử lý là được xuất khẩu sang Mỹ. Vì vậy, bất kỳ thay đổi nào trong chính sách thuế của Mỹ sẽ có tác động trực tiếp đến KQKD của công ty. Trong năm 2025, chúng tôi cho rằng tác động sẽ ở mức hạn chế, nhờ hoạt động nhập trữ hàng sớm trong Q2/2025 và việc bổ sung bốn tuyến dịch vụ mới tại cảng Gemalink (GIL), nơi GMD sở hữu 75% cổ phần. Tuy nhiên, trong những năm tới, nếu chính sách thuế mới không thuận lợi cho Việt Nam, sản lượng hàng hóa qua các cảng của GMD để vào thị trường Mỹ nhiều khả năng sẽ sụt giảm đáng kể.

Tác động: Giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

HSC điều chỉnh giảm 2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 1,49 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 2% so với năm 2024). Cho năm 2026-2027, chúng tôi giảm lần lượt 9% và 13% dự báo lợi nhuận thuần xuống 1,58 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 6%) và 1,73 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10%). Kích bản cơ sở của chúng tôi là giả định sản lượng hàng hóa xuất khẩu sang Mỹ sẽ giảm 10% cho năm 2025 và tiếp tục giảm 20% mỗi năm trong năm 2026-2027.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 21% trong 1 tháng qua, GMD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,8 lần, thấp hơn 3,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm. GMD cũng đang có P/B dự phóng năm 2025 là 1,38 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 6 năm ở mức 1,78 lần.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 28% giá mục tiêu xuống 61.800đ do giảm dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá. Đáng chú ý, do mức độ bất định cao và rủi ro tiềm ẩn liên quan đến quyết định cuối cùng về chính sách thuế, chúng tôi đã tăng phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% (từ 7,5% trước đó) và tăng beta lên 1,2 (từ 0,9 trước đó) (theo Bloomberg). Mặc dù giảm giá mục tiêu nhưng chúng tôi nhận thấy cổ phiếu vẫn mang lại tiềm năng tăng giá hấp dẫn là 35%.

GMD là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực cảng biển và logistic tại Việt Nam, sở hữu vị trí chiến lược và dòng tiền mạnh mẽ, cho phép Công ty tiếp tục đầu tư vào các dự án mới, tạo nền tảng để phục hồi mạnh mẽ khi các thách thức hiện tại được tháo gỡ.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,767	2,218	2,626	2,865 ▼	3,186 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,222	1,459	1,495	1,550 ▼	1,736 ▼
EPS ĐC (đồng)	7,126	3,218	3,274	3,393 ▼	3,802 ▼
DPS (đồng)	2,551	2,216	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	27,975	29,919	32,562	35,072	38,020
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.67	7.91	7.04	6.30	5.13
P/E ĐC (lần)	6.44	14.3	14.0	13.5	12.1
Lợi suất cổ tức (%)	5.56	4.83	2.18	2.18	2.18
P/B (lần)	1.64	1.53	1.41	1.31	1.21
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	135	(54.8)	1.75	3.63	12.0
ROAE (%)	28.7	13.9	11.5	10.9	11.3

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

Rủi ro vẫn hiện hữu nhưng định giá hấp dẫn

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 28% giá mục tiêu xuống 61.800đ để phản ánh những rủi ro về thuế. Tác động của thuế đối với KQKD năm 2025 dự kiến sẽ ở mức hạn chế nhờ sản lượng tăng mạnh trong Q1 và hoạt động nhập trữ hàng sớm trong Q2. Tuy nhiên, nếu các cuộc đàm phán về thuế không tiến triển thuận lợi, KQKD trong những năm tiếp theo sẽ chịu áp lực do khả năng xuất khẩu sang Mỹ sụt giảm. Mặc dù rủi ro ngắn hạn vẫn còn nhưng chúng tôi tin rằng định giá hiện tại là cơ hội mua vào hấp dẫn cho NĐT dài hạn.

Các lô hàng liên quan đến Mỹ chiếm khoảng 25% tổng sản lượng của GMD

Tỷ trọng hàng xuất khẩu sang Mỹ có sự khác biệt giữa các cảng của GMD:

- Tại cảng Nam Đình Vũ (NDV, GMD sở hữu 60% cổ phần), sản lượng hàng hóa xuất khẩu sang Mỹ chiếm chưa đến 10% tổng sản lượng.
- Tại cảng Gemalink (GIL, GMD sở hữu 65% cổ phần), tỷ trọng hàng hóa xuất khẩu sang Mỹ chiếm khoảng 32% tổng sản lượng.
- Tại cảng Phước Long (PLP, GMD sở hữu 100% cổ phần), cảng này chủ yếu hoạt động như một cảng cạn (cảng container nội địa) phục vụ cho GIL, chủ yếu đảm nhiệm việc trung chuyển hàng hóa bằng sà lan đến và đi từ Gemalink cho các hoạt động xuất nhập khẩu. Do đó, với việc hàng hóa xuất khẩu sang Mỹ chiếm khoảng 32% tổng sản lượng hàng hóa qua Gemalink, HSC ước tính tỷ trọng hàng hóa liên quan đến Mỹ tại Phước Long cũng chiếm khoảng 30% tổng sản lượng của cảng này.
- Ngoài ra, GMD đang nắm giữ 36,24% cổ phần tại SCS (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu mới 70.700đ) và thị trường Mỹ đóng góp khoảng 16% tổng sản lượng hàng hóa qua cảng của SCS. Vào năm 2024, lợi nhuận từ SCS đóng góp 17% vào lợi nhuận thuần của GMD. Do đó, nếu sản lượng của SCS bị ảnh hưởng bởi mức thuế cao hơn của Mỹ thì điều này cũng sẽ ảnh hưởng đến KQKD tổng thể của GMD.

Chúng tôi ước tính sản lượng hàng xuất khẩu sang Mỹ chiếm khoảng 1,1 triệu TEU, tương đương 25% sản lượng hàng hóa qua các cảng của GMD trong năm 2024. Tuy nhiên, vào tháng 4, GMD đã bổ sung thêm 4 tuyến dịch vụ mới đến châu Phi, EU, Canada và Brazil. Theo Công ty, sản lượng hàng hóa qua cảng của các tuyến dịch vụ mới này ước tính đạt khoảng 40.000-50.000 TEUs mỗi tháng. Điều này sẽ mang lại 360.000-450.000 TEU cho GIL trong thời gian còn lại của năm 2025, giúp giảm mức độ phụ thuộc doanh thu vào thị trường Mỹ.

Cập nhật sản lượng Q1/2025

Sản lượng hàng hóa qua các cảng của GMD trong Q1/2025 ghi nhận mức tăng trưởng tích cực. Tất cả các cảng đều ghi nhận tăng trưởng sản lượng 22–28% so với cùng kỳ và tổng sản lượng hàng hóa qua cảng đạt 1,13 triệu TEU (tăng 25% so với cùng kỳ). Kết quả này đạt được nhờ Công ty liên tục tiếp nhận các tuyến dịch vụ mới, được hỗ trợ bởi lợi thế cạnh tranh vượt trội về năng lực xếp dỡ và khả năng tiếp nhận tàu có tải trọng lớn hơn so với các đối thủ khác. So với quý trước, sản lượng Q1/2025 giảm 11% do yếu tố mùa vụ của kỳ nghỉ Tết.

Theo đó, HSC ước tính LNTT từ HĐKD cốt lõi của GMD trong Q1/2025 đạt khoảng 515 tỷ đồng (tăng 38% so với cùng kỳ, tăng 4% so với quý trước) và lợi nhuận thuần đạt 305 tỷ đồng (giảm 45% so với cùng kỳ) do không còn ghi nhận khoản lợi nhuận từ thoái vốn cảng Nam Hải như trong Q1/2024 (trị giá 332 tỷ đồng)

Bảng 13: Sản lượng hàng hóa qua cảng, GMD

Sản lượng hàng hóa qua cảng Q1/2025 tăng mạnh 25% so với cùng kỳ

TEUs	Q1/24	Q4/24	Q1/25	So với cùng kỳ	So với quý trước
Nam Đình Vũ	276,760	430,000	355,000	28%	-17%
Phước Long	279,240	395,300	340,000	22%	-14%
Gemalink	352,000	443,700	439,700	25%	-1%
Tổng cộng	908,000	1,269,000	1,134,700	25%	-11%

Nguồn: Hiệp hội Cảng biển Việt Nam, HSC

Bảng 14: Dự báo lợi nhuận Q1/2025, GMD

Chúng tôi ước tính LNTT cốt lõi tăng so với cùng kỳ 38% trong Q1/2025 nhờ sản lượng tăng trưởng

	Q1/24	Q4/24	Q1/25	So với cùng kỳ	So với quý trước
LNTT	708	351	515	-27%	47%
LNTT cốt lõi	372	493	515	38%	4%
Lợi nhuận thuần	559	235	305	-45%	30%

Nguồn: HSC estimates

Dự báo lợi nhuận mới

HSC giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 để phản ánh rủi ro từ mức thuế cao hơn của Mỹ. Các giả định chính về sản lượng như sau:

- Cho năm 2025, HSC giả định sản lượng hàng hóa qua các cảng để xuất khẩu sang Mỹ sẽ giảm 10%. Sản lượng hàng hóa qua cảng đến các thị trường khác tại NĐV và PLP được giả định đi ngang so với cùng kỳ trong khi sản lượng tại GIL tăng trưởng 11% nhờ các tuyến dịch vụ mới như đã đề cập ở trên.
- Cho năm 2026-2027, HSC giả định sản lượng hàng hóa qua cảng sang Mỹ sẽ giảm 20% mỗi năm. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa qua cảng đến các thị trường khác sẽ tăng trưởng khi các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam đa dạng hóa thị trường của mình nhất là trong khu vực nội Á. Theo đó, HSC giả định sản lượng hàng hóa qua cảng đến các thị trường khác sẽ tăng trưởng 20% tại cảng NĐV và tăng trưởng 15% tại các cảng PLP và GIL. Tăng trưởng sản lượng cao hơn tại NĐV chủ yếu đến từ việc cảng này có tỷ trọng sản lượng cao hơn từ các thị trường nội Á

Theo đó, chúng tôi giảm 2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 1,49 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 2%) và giảm lần lượt 9%, 13% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027 xuống 1,57 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 6%) và 1,73 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10%).

Lưu ý, các dự báo hiện nay của HSC mới chỉ tính đến khả năng sản lượng xuất khẩu trực tiếp sang Mỹ giảm. Chúng tôi ghi nhận rủi ro giảm đối với sản lượng nguyên vật liệu nhập khẩu phục vụ sản xuất để xuất khẩu sang Mỹ, tuy nhiên hiện tại chưa thể tách biệt được dữ liệu liên quan đến sản lượng này qua hệ thống cảng của GMD.

Ở chiều ngược lại, HSC cũng nhận thấy tiềm năng KQKD thực hiện vượt dự báo của HSC: Mức thuế xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ thấp hơn đáng kể so với Trung Quốc có thể thúc đẩy dòng dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam, từ đó đẩy sản lượng xuất khẩu sang Mỹ cao hơn so với các giả định hiện tại của chúng tôi.

Bảng 15: Điều chỉnh dự báo, GMD

Chúng tôi giảm 2% dự báo năm 2025 nhưng hạ 11% dự báo LNTT giai đoạn 2026-2027

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	5,016	5,672	6,445	4,819	5,385	6,078	-4%	-5%	-6%
LNTT	2,271	2,536	2,960	2,223	2,343	2,685	-2%	-8%	-9%
LNTT cốt lõi	2,271	2,536	2,960	2,223	2,343	2,685	-2%	-8%	-9%
Lợi nhuận thuần	1,528	1,748	1,994	1,495	1,586	1,737	-2%	-9%	-13%
Tăng trưởng									
Doanh thu thuần	4%	13%	14%	0%	12%	13%			
LNTT	56%	12%	17%	7%	5%	15%			
LNTT cốt lõi	9%	12%	17%	7%	5%	15%			
Lợi nhuận thuần	5%	14%	14%	2%	6%	10%			

Nguồn: HSC

Bảng 16: Giả định sản lượng hàng hóa, GMD

Hạ lần lượt 4%/7%/11% ước tính sản lượng hàng hóa giai đoạn 2025-2027

TEUs	Thị trường Mỹ	Thị trường khác	Tổng sản lượng	Dự báo cũ	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Nam Đình Vũ						
2025	121,230	1,212,300	1,333,530	1,355,000	-2%	-1%
2026	96,984	1,454,760	1,551,744	1,655,000	-6%	16%
2027	77,587	1,745,712	1,823,299	2,055,000	-11%	18%
Gemalink						
2025	501,898	1,315,036	1,816,934	1,850,000	-2%	4%
2026	401,518	1,512,291	1,913,809	2,100,000	-9%	5%
2027	321,214	1,739,135	2,060,350	2,500,000	-18%	8%
Phước Long						
2025	363,231	941,710	1,304,941	1,413,000	-8%	-3%
2026	290,585	1,082,967	1,373,551	1,455,000	-6%	5%
2027	232,468	1,245,411	1,455,000	1,455,000	0%	6%
Tổng sản lượng						
2025	986,359	3,469,046	4,455,405	4,618,000	-4%	0%
2026	789,087	4,050,018	4,839,105	5,210,000	-7%	9%
2027	631,270	4,730,259	5,338,649	6,010,000	-11%	10%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 17: Giả định tăng trưởng sản lượng, GMD

Chúng tôi giả định sản lượng hàng hóa xuất sang thị trường Mỹ giảm 20%/năm giai đoạn 2026/2027 và tăng 15%-20%/năm vào các thị trường khác

	Thị trường Mỹ	Thị trường khác	Tổng sản lượng
Nam Đình Vũ			
2025	-10%	0%	-1%
2026	-20%	20%	16%
2027	-20%	20%	18%
Gemalink			
2025	-10%	11%	4%
2026	-20%	15%	5%
2027	-20%	15%	8%
Phước Long			
2025	-10%	0%	
2026	-20%	15%	
2027	-20%	15%	

Nguồn: HSC

Bảng 18: Phân tích độ nhạy của lợi nhuận thuần năm 2025 với sản lượng xuất khẩu sang Mỹ, GMD

Nếu không có hàng hóa xuất sang Mỹ, lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ giảm 25%

Tăng/giảm sản lượng XK sang Mỹ	LNTT cốt lõi 2025	Tăng trưởng	Lợi nhuận thuần 2025	Tăng trưởng	EPS	P/E
10%	2,346	13%	1,584	9%	3,470	13.3
0%	2,285	10%	1,540	6%	3,373	13.6
-10%	2,223	7%	1,495	2%	3,275	14.0
-20%	2,162	4%	1,451	-1%	3,178	14.5
-50%	1,978	-4%	1,318	-10%	2,886	15.9
-100%	1,671	-19%	1,095	-25%	2,399	19.2

Nguồn: HSC

Bảng 19: Phân tích độ nhạy của lợi nhuận thuần năm 2026 với sản lượng xuất khẩu sang Mỹ, GMD

Nếu sản lượng hàng hóa xuất sang Mỹ giảm lần lượt 10% và 100% trong năm 2025/2026 thì lợi nhuận thuần 2026 sẽ giảm 19%

Tăng/giảm sản lượng XK sang Mỹ	LNTT cốt lõi 2026	Tăng trưởng	Lợi nhuận thuần 2026	Tăng trưởng	EPS	P/E
10%	2,480	12%	1,677	12%	3,672	12.5
0%	2,422	9%	1,634	9%	3,580	12.9
-20%	2,307	4%	1,550	4%	3,394	13.6
-50%	2,133	-4%	1,423	-5%	3,116	14.8
-100%	1,844	-17%	1,211	-19%	2,652	17.3

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giảm 28% giá mục tiêu xuống 61.800đ (tiềm năng tăng giá 35%) do giảm dự báo lợi nhuận và đưa ra các giả định định giá mới.

Chúng tôi duy trì lãi suất phi rủi ro ở mức 4,0% và tốc độ tăng trưởng dài hạn ở mức 3,0% nhưng tăng phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% (từ 7,5% trước đó) và giả định beta lên 1,2 (từ 0,9 trước đó) (theo Bloomberg) do GMD có mức độ rủi ro cao với tỷ trọng hàng hóa xuất khẩu sang Mỹ lớn. Theo đó, giả định WACC mới tăng đáng kể lên mức 12,1% từ 10,0% trước đó.

Bảng 20: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, GMD

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	FY30F
EBIT	1,388	2,161	2,209	2,383	2,671	2,874	3,243	3,703
Lợi nhuận thuần không sử dụng vốn vay	1,086	1,755	1,794	1,935	2,169	2,334	2,633	3,007
Cộng: khấu hao	395	406	441	546	546	546	546	546
Trừ: vốn đầu tư cố bản	(1,068)	(1,598)	(2,810)	(10)	(10)	(10)	(11)	(11)
Trừ: tăng vốn lưu động	(729)	75	969	(559)	(697)	(738)	(816)	(899)
FCFF	(316)	637	394	1,912	2,008	2,132	2,352	2,643

Nguồn: HSC

Bảng 21: Giá mục tiêu, GMD

Giá mục tiêu 61.800đ (tiềm năng tăng giá 35%)

Tính toán WACC	Tính toán DCF (triệu đồng)	Đơn vị	Giá trị (cuối năm 2025)
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng 16,984
Beta	130.0%	Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	Tỷ đồng 8,174
Chi phí vốn CSH	13.6%	Tổng giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng 25,158
Tỷ trọng vốn CSH	76.3%	Cộng: tiền & đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng 5,933
Tỷ trọng nợ	23.7%	Trừ: nợ ngắn hạn + nợ dài hạn	Tỷ đồng (5,143)
WACC	12.1%	Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng 25,948
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu 420.2
		Giá mục tiêu	61,753

Nguồn: HSC

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

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

Đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	62,070	64,570	67,372	70,533	74,126
	3.5%	59,634	61,906	64,439	67,281	70,493
	4.0%	57,385	59,455	61,753	64,319	67,204
	4.5%	55,301	57,193	59,285	61,611	64,213
	5.0%	53,365	55,099	57,010	59,126	61,481

Nguồn: HSC

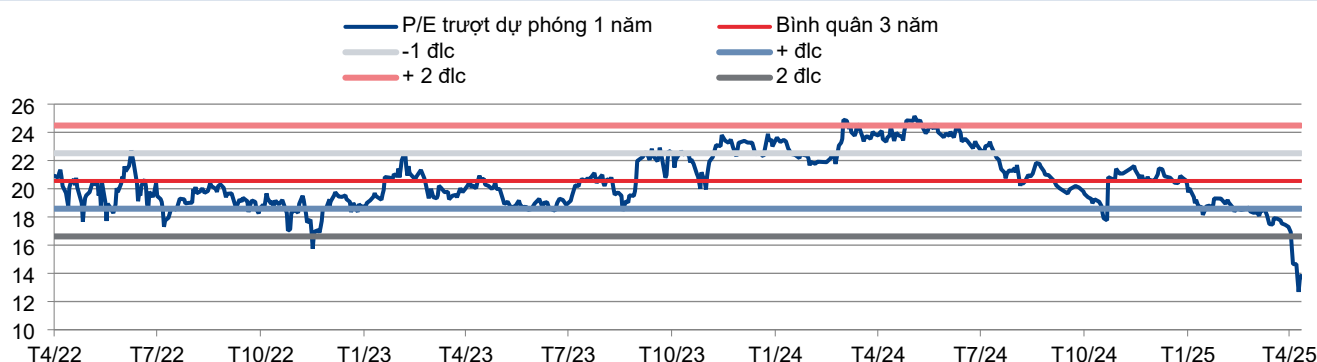
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh gần đây, GMD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,8 lần, thấp hơn 3,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 20,6 lần. Ngoài ra, GMD cũng đang có P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,38 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 6 năm ở mức 1,78 lần. Theo chúng tôi, đây là mức định giá hấp dẫn.

Gần đây, BLĐ đã đăng ký mua vào 7,5 triệu cổ phiếu (tương đương 1,8% số lượng cổ phiếu đang lưu hành) và Công ty cũng có kế hoạch trình cổ đông phương án mua lại cổ phiếu tại ĐHCĐ sắp tới, phản ánh quan điểm rằng giá cổ phiếu hiện tại chưa phản ánh đúng giá trị nội tại của doanh nghiệp. HSC đồng quan điểm với BLĐ và cho rằng định giá hiện tại là hấp dẫn trong dài hạn, mặc dù vẫn còn rủi ro trong ngắn hạn do biến động thị trường và tâm lý NĐT kém tích cực..

Biểu đồ 22: P/E trượt dự phóng 1 năm, GMD

GMD hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,8 lần, thấp hơn 3,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân 3 năm ở mức 20,6 lần



Nguồn: HSC

Biểu đồ 23: P/B trượt dự phóng 1 năm, GMD

GMD hiện giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm 1,38 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 6 năm ở mức 1,78 lần



Nguồn: HSC

Trong ba doanh nghiệp vận tải và logistic trong danh sách khuyến nghị của HSC, GMD là đơn vị chịu rủi ro lớn nhất trước biến động về thuế xuất khẩu của Mỹ do tỷ trọng hàng xuất khẩu sang Mỹ cao và chưa có dữ liệu rõ ràng về lượng nguyên vật liệu nhập khẩu để sản xuất hàng hóa xuất khẩu sang Mỹ qua các cảng của Công ty. Tuy nhiên, xét các yếu tố cơ bản dài hạn của cổ phiếu và năng lực quản trị, chúng tôi đánh giá cao tính linh hoạt của BLĐ, tình hình tài chính lành mạnh cũng như vị thế cạnh tranh nổi bật của GMD trong ngành. Bên cạnh đó, do sự hạn chế về việc cấp giấy phép các dự án đầu tư mới, cảng biển hiện là tài sản có giá trị cao, nhất là tại một quốc gia như Việt Nam, nơi có vị trí địa lý chiến lược quan trọng.

Trong ngắn hạn, mối lo ngại chính của HSC là nguy cơ suy thoái kinh tế toàn cầu, khi các rào cản thương mại gia tăng và các biện pháp trả đũa giữa các quốc gia có thể đẩy giá hàng hóa lên cao, làm suy yếu nhu cầu và kéo theo sự sụt giảm về sản lượng hàng hóa qua cảng ở tất cả các thị trường. Tuy nhiên, ở chiều ngược lại, các doanh nghiệp có nền tảng tài chính vững chắc và BLĐ dày dặn kinh nghiệm sẽ có cơ hội giành thêm thị phần từ các đối thủ yếu hơn và đầu tư vào các tài sản có giá rẻ, từ đó tạo nền tảng cho tăng trưởng mạnh mẽ hơn sau khủng hoảng. Nhờ đội ngũ BLĐ giàu kinh nghiệm và tình hình tài chính lành mạnh hiện tại, HSC tin rằng GMD là một trường hợp như vậy. Công ty cũng đã công bố chiến lược tăng tốc hoạt động M&A trong ngành để mở rộng hệ sinh thái và để nâng cao công suất trong thời gian tới.

Trong dài hạn, GMD vẫn là doanh nghiệp hàng đầu với mạng lưới cảng và logistic tích hợp, giúp tối ưu tỷ suất lợi nhuận, cùng với BLĐ giàu kinh nghiệm và các cảng nằm ở vị trí chiến lược. Do đó, HSC tin rằng việc điều chỉnh giá cổ phiếu nếu có sẽ là cơ hội để NĐT tích lũy cổ phiếu cho dài hạn.

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Rủi ro giảm giá:

- Sản lượng hàng hóa xuất khẩu sang Mỹ giảm có thể dẫn đến sản lượng nguyên vật liệu nhập khẩu giảm, tuy nhiên hiện tại chưa có số liệu chi tiết về cơ cấu loại hàng này tại các cảng của GMD.
- HSC hiện giả định giá dịch vụ xếp dỡ tại GIL sẽ tăng 10% trong nửa cuối năm 2025. Nếu đề xuất tăng giá dịch vụ xếp dỡ không được phê duyệt, sẽ phát sinh rủi ro giảm 2% trong dự báo lợi nhuận cho năm 2025 và 5% cho năm 2026 và 2027 so với kịch bản cơ sở hiện tại.

Tiềm năng tăng giá:

- Việt Nam có thể thu hút đơn hàng từ Trung Quốc nhờ mức thuế xuất khẩu sang Mỹ thấp hơn so với Trung Quốc.
- HSC hiện đang giả định tiến độ triển khai các dự án dựa trên kế hoạch hiện tại của GMD. Tuy nhiên, nếu điều kiện thị trường xấu đi, tiến độ triển khai Gemalink giai đoạn 2A có thể bị trì hoãn, từ đó giúp giảm áp lực chi phí khấu hao và chi phí lãi vay trong bối cảnh sản lượng yếu.
- Công ty sẽ tập trung vào tối ưu hóa hệ sinh thái cảng-logistic của mình để tăng doanh thu trên mỗi TEU và cắt giảm chi phí, từ đó giúp tỷ suất lợi nhuận cao hơn so với dự báo hiện tại.
- Nếu tỷ giá USD/VND tăng mạnh hơn, GMD cũng sẽ hưởng lợi vì giá dịch vụ xếp dỡ hiện tại được tính bằng USD.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	3,846	4,832	4,819	5,385	6,078
Lợi nhuận gộp	1,776	2,162	2,200	2,404	2,835
Chi phí BH&QL	(660)	(816)	(814)	(910)	(1,027)
Thu nhập khác	(69.0)	(611)	(48.2)	(53.9)	(60.8)
Chi phí khác	53.1	262	24.1	26.9	30.4
EBIT	1,100	996	1,361	1,468	1,778
Lãi vay thuần	1,772	267	38.0	(12.4)	44.4
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	272	816	824	851	862
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	3,144	2,080	2,223	2,307	2,684
Chi phí thuế TNDN	(642)	(174)	(263)	(274)	(343)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(280)	(446)	(465)	(483)	(605)
LNST không thường xuyên	-	(10.5)	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,222	1,459	1,495	1,550	1,736
Lợi nhuận thuần ĐC	2,158	1,332	1,376	1,426	1,597
EBITDA ĐC	1,767	2,218	2,626	2,865	3,186
EPS (đồng)	7,335	3,525	3,559	3,688	4,132
EPS ĐC (đồng)	7,126	3,218	3,274	3,393	3,802
DPS (đồng)	2,551	2,216	1,000	1,000	1,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	303	414	420	420	420
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	306	414	420	420	420
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	306	414	420	420	420

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	1,474	3,964	2,556	2,356	3,333
Đầu tư ngắn hạn	356	1,021	3,377	3,774	4,259
Phải thu khách hàng	1,212	1,235	1,241	1,392	1,578
Hàng tồn kho	68.2	83.4	85.4	95.5	108
Các tài sản ngắn hạn khác	290	372	371	414	467
Tổng tài sản ngắn hạn	3,401	6,676	7,630	8,032	9,744
TSCĐ hữu hình	3,894	3,786	6,145	5,599	5,053
TSCĐ vô hình	258	247	239	230	221
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	1,799	1,766	1,444	1,457	1,471
Đầu tư vào Cty LD,LK	3,083	3,792	4,481	5,558	5,558
Tài sản dài hạn khác	1,107	1,719	1,308	1,458	1,640
Tổng tài sản dài hạn	10,141	11,310	13,618	14,303	13,943
Tổng cộng tài sản	13,542	17,986	21,247	22,334	23,687
Nợ ngắn hạn	446	422	558	624	704
Phả trả người bán	508	462	723	808	912
Nợ ngắn hạn khác	901	1,146	1,120	1,252	1,412
Tổng nợ ngắn hạn	1,936	2,107	2,503	2,797	3,157
Nợ dài hạn	1,518	1,745	3,149	2,759	2,369
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	381	380	477	533	602
Tổng nợ dài hạn	1,899	2,125	3,626	3,292	2,971
Tổng nợ phải trả	3,836	4,232	6,129	6,090	6,128
Vốn chủ sở hữu	8,558	12,386	13,682	14,737	15,976
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,149	1,368	1,436	1,508	1,583
Tổng vốn chủ sở hữu	9,707	13,753	15,118	16,245	17,559
Tổng nợ phải trả và VCSH	13,542	17,986	21,247	22,334	23,687
BVPS (đ)	27,975	29,919	32,562	35,072	38,020
Nợ thuần*/(tiền mặt)	490	(1,797)	1,152	1,027	(259)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	1,100	996	1,361	1,468	1,778
Khấu hao	(395)	(406)	(441)	(546)	(546)
Lãi vay thuần	1,772	267	38.0	(12.4)	44.4
Thuế TNDN đã nộp	(625)	(242)	(263)	(274)	(343)
Thay đổi vốn lưu động	(836)	(5.03)	(1,848)	(848)	(954)
Khác	(2,268)	(681)	(104)	7.66	9.37
LCT thuần từ HKKD	(88.2)	1,647	909	1,631	1,717
Đầu tư TS dài hạn	(1,068)	(1,598)	(2,810)	(9.82)	(10.1)
Góp vốn & đầu tư	(803)	(1,224)	(690)	(1,077)	0
Thanh lý	2,447	382	0	0	0
Khác	437	944	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	1,013	(1,497)	(3,499)	(1,086)	(10.1)
Cổ tức trả cho CSH	(780)	(917)	(420)	(420)	(420)
Thu từ phát hành CP	45.2	3,059	62.1	0	0
Tăng/giảm nợ	(45.3)	220	1,540	(324)	(310)
Khác	(35.4)	(24.9)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(816)	2,337	1,182	(745)	(730)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,364	1,474	3,964	2,556	2,356
LCT thuần trong kỳ	109	2,487	(1,409)	(200)	977
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.49	3.15	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,474	3,964	2,556	2,356	3,333
Dòng tiền tự do	(1,156)	48.3	(1,900)	1,621	1,707

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	46.2	44.7	45.6	44.6	46.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	45.9	45.9	54.5	53.2	52.4
Tỷ suất LNT (%)	57.8	30.2	31.0	28.8	28.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.4	8.39	11.8	11.9	12.8
Tăng trưởng doanh thu (%)	(1.34)	25.6	(0.28)	11.8	12.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(4.16)	25.5	18.4	9.11	11.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	136	(38.3)	3.28	3.63	12.0
Tăng trưởng EPS (%)	122	(51.9)	0.95	3.63	12.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	135	(54.8)	1.75	3.63	12.0
Tăng trưởng DPS (%)	79.6	(13.1)	(54.9)	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	34.8	62.8	28.1	27.1	24.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	28.7	13.9	11.5	10.9	11.3
ROACE (%)	10.3	7.25	7.86	7.67	8.88
Vòng quay tài sản (lần)	0.29	0.31	0.25	0.25	0.26
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(0.08)	1.65	0.67	1.11	0.97
Số ngày tồn kho	12.0	11.4	11.9	11.7	12.1
Số ngày phải thu	214	169	173	171	178
Số ngày phải trả	89.6	63.1	101	98.9	103
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	5.78	(14.4)	8.46	7.01	(1.58)
Nợ/tài sản (%)	14.5	12.1	17.5	15.2	13.0
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	118	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.32	1.55	2.06	1.68	1.33
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.76	3.17	3.05	2.87	3.09
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.98	3.63	3.84	3.35	2.69
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.67	7.91	7.04	6.30	5.13
P/E (lần)	6.26	13.0	12.9	12.4	11.1
P/E ĐC (lần)	6.44	14.3	14.0	13.5	12.1
P/B (lần)	1.64	1.53	1.41	1.31	1.21
Lợi suất cổ tức (%)	5.56	4.83	2.18	2.18	2.18

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

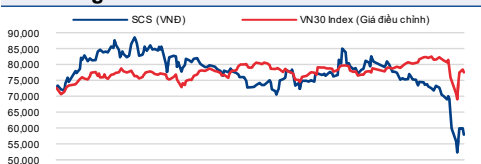
Giá mục tiêu: VNĐ68,900 (từ VNĐ85,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 19.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (15/4/2025)	57,900
Mã Bloomberg	SCS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	52,400-88,541
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	59,233
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	5,495
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	213
Slg CP lưu hành (tr.đv)	94.9
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	30.3
Slg CP NN được mua (tr.đv)	13.2
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	18.4%
Tỷ lệ freefloat	38.2%
Cổ đông lớn	Gemadep (35.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(20.8)	(26.3)	(20.3)
So với chỉ số	(16.2)	(27.1)	(25.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	6,839	6,922	(1.2)
2026F	7,046	7,815	(9.8)
2027F	4,795	7,815	(38.6)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Được thành lập từ tháng 4/2008, nhà ga hàng hóa hàng không của SCS bắt đầu hoạt động từ tháng 10/2010. Hiện SCS là một trong hai nhà ga hàng hóa duy nhất tại sân bay Tân Sơn Nhất.

Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

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

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

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

Định giá hấp dẫn sau khi thị trường điều chỉnh; Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 19% giá mục tiêu xuống 68.900đ (tiềm năng tăng giá 19%) do giảm dự báo lợi nhuận và đưa ra các giả định định giá mới để phản ánh rủi ro gia tăng liên quan đến chính sách thuế của Mỹ.
- Chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 của HSC lên 737 tỷ đồng (tăng trưởng 6%) nhưng giảm dự báo cho năm 2026 xuống 758 tỷ đồng (tăng trưởng 3%). Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 528 tỷ đồng (giảm 30%) do Cảng hàng không Quốc tế Long Thành (LTIA) bắt đầu đi vào hoạt động từ cuối năm 2026.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 21% trong 1 tháng qua, SCS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,4 lần, thấp hơn 2,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 13,1 lần. Lợi suất cổ tức bình quân trong 3 năm tới dự báo đạt 9,7% mỗi năm.

Sự kiện: Đánh giá tác động từ chính sách thuế của Mỹ

Sản lượng hàng xuất khẩu sang Mỹ chiếm 20%-22% tổng sản lượng hàng hóa quốc tế của SCS và khoảng 16% tổng sản lượng hàng hóa qua cảng của SCS. Theo đó, nếu Mỹ áp dụng mức thuế cao hơn đối với hàng hóa từ Việt Nam, điều này sẽ tác động tiêu cực đến triển vọng lợi nhuận của SCS.

Tác động: Giảm bình quân 5% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

HSC tin rằng lợi nhuận năm 2025 vẫn duy trì ổn định nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh trong Q1/2025 (tăng 10% so với cùng kỳ) và hưởng lợi từ sự gia tăng hoạt động nhập trừ hàng trước để tránh các mức thuế có thể được áp dụng sau thời gian hoãn 90 ngày. Chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ 1% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 737 tỷ đồng (tăng trưởng 6%). Tuy nhiên, cho năm 2026, HSC giả định sản lượng xuất khẩu sang Mỹ sẽ giảm 20% trong khi sản lượng xuất sang các thị trường khác tiếp tục tăng trưởng 11%. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh giảm 9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 xuống 758 tỷ đồng (tăng trưởng 2%).

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần giảm 30% xuống 528 tỷ đồng do sản lượng xuất khẩu sang Mỹ giảm và việc chuyển dịch hàng hóa hàng không sang LTIA. Tuy nhiên, SCS có cơ hội tốt để trở thành đơn vị vận hành nhà ga hàng hóa tại LTIA, điều này đồng nghĩa với có tiềm năng KQKD thực hiện năm 2027 của SCS cao hơn so với dự báo của chúng tôi. Tuy nhiên, do chưa có đầy đủ thông tin về cơ chế chia sẻ doanh thu cũng như tỷ lệ sở hữu tiềm năng của SCS trong công ty vận hành, HSC chưa đưa dự án này vào mô hình dự báo tại thời điểm này.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh gần đây, SCS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,4 lần, thấp hơn 2,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 13,1 lần, theo HSC là mức định giá hấp dẫn. Ngoài ra, chúng tôi dự báo lợi suất cổ tức hàng năm sẽ duy trì ở mức cao, bình quân 9,4% trong 3 năm tới. HSC cho rằng, cùng với định giá rẻ, SCS là cổ phiếu đáng cân nhắc tích lũy khi thị trường điều chỉnh.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và giảm 19% giá mục tiêu xuống 68.900đ (tiềm năng tăng giá 19%) để phản ánh việc giảm dự báo lợi nhuận và rủi ro tiềm ẩn từ chính sách thuế của Mỹ.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	612	827	931	984 ▼	697
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	498	693	737	758 ▼	528
EPS ĐC (đồng)	4,527	6,409	6,839	7,046 ▼	4,795
DPS (đồng)	5,000	6,000	6,155	6,342 ▼	4,316
BVPS (đồng)	14,185	14,815	15,434	16,092	16,338
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.19	5.10	4.37	4.02	5.73
P/E ĐC (lần)	12.8	9.03	8.47	8.22	12.1
Lợi suất cổ tức (%)	8.64	10.4	10.6	11.0	7.45
P/B (lần)	4.08	3.91	3.75	3.60	3.54
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(24.9)	41.6	6.69	3.04	(31.9)
ROAE (%)	35.9	50.5	51.3	50.7	34.3

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

HĐKD tạo dòng tiền mạnh, định giá hấp dẫn

Giá cổ phiếu của SCS đã giảm mạnh 21% trong 1 tháng qua do lo ngại về rủi ro từ chính sách thuế của Mỹ. Mặc dù rủi ro vẫn hiện hữu do chưa rõ mức thuế cuối cùng nhưng định giá hiện tại là rất hấp dẫn. Trong khi đó, lợi suất cổ tức hiện ở mức cao nhờ chính sách chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn, khiến đợt điều chỉnh vừa qua của thị trường là cơ hội tốt để tích lũy cổ phiếu.

Dự báo lợi nhuận mới

HSC giảm lần lượt 1% và 6% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 và năm 2026 để phản ánh sản lượng xuất khẩu sang Mỹ giảm. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027. Các thay đổi liên quan đến dự báo và giả định được trình bày sau đây.

- **Cho năm 2025**, HSC giả định sản lượng xuất khẩu sang Mỹ sẽ giảm nhẹ 5% nhờ hoạt động nhập trữ hàng trước trong Q2/2025 để tránh mức thuế cao hơn. Đối với các thị trường khác, chúng tôi giả định sản lượng hàng hóa qua cảng tăng trưởng 11% và giữ nguyên giả định sản lượng hàng hóa nội địa. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ 1% dự báo sản lượng hàng hóa qua cảng cho năm 2025 xuống 290.113 tấn. Lợi nhuận thuần năm 2025 dự báo đạt 737 tỷ đồng (tăng trưởng 6%).

Chúng tôi lưu ý rằng việc điện thoại thông minh và máy tính xách tay được loại khỏi danh sách áp thuế đối ứng trong thời gian hoãn áp thuế sẽ phần nào giảm áp lực lên sản lượng xuất khẩu của các mặt hàng này. Tuy nhiên, tỷ trọng đóng góp của các sản phẩm này trong tổng sản lượng hàng hóa quốc tế của SCS là không đáng kể, ở mức dưới 3%, do các loại hàng này chủ yếu được xuất khẩu tại khu vực miền Bắc.

- **Cho năm 2026**, HSC giả định sản lượng xuất khẩu sang Mỹ sẽ giảm 20% trong khi sản lượng sang các thị trường khác sẽ tiếp tục tăng trưởng 10%. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ 7% giả định tổng sản lượng hàng hóa quốc tế trong khi giữ nguyên giả định về sản lượng hàng hóa nội địa. HSC điều chỉnh giảm 9% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026 xuống 758 tỷ đồng (tăng trưởng 3%).
- **Cho năm 2027**, HSC giả định sản lượng hàng hóa quốc tế sẽ giảm 39% do tác động từ việc Mỹ tăng thuế và dòng hàng hóa dịch chuyển từ Cảng hàng không Quốc tế Tân Sơn Nhất (TIA) sang Cảng hàng không Quốc tế Long Thành (LTIA) kể từ cuối năm 2026, sau khi LTIA đi vào hoạt động. Theo đó, lợi nhuận thuần của SCS trong năm 2027 dự báo giảm 30% xuống 528 tỷ đồng.

Tuy nhiên, hiện tại SCS có khả năng cao sẽ là đơn vị vận hành LTIA cho ACV (Mua vào, giá mục tiêu 142.100đ) và SCS sẽ hợp tác với cùng với doanh nghiệp khác để tạo thành một liên doanh nhằm vận hành cảng hàng không này cho ACV. Bên cạnh đó, SCS cũng đang có kế hoạch tham gia đấu thầu vận hành nhà ga hàng hóa thứ hai tại LTIA, từ đó HSC nhận thấy có tiềm năng QKĐ thực hiện của SCS năm 2027 vượt dự báo của chúng tôi.

Bảng 24: Điều chỉnh dự báo, SCS

Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 nhưng hạ 9% ước tính lợi nhuận thuần năm 2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2024A	2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	1,037	1,011	1,146	1,285	1,123	1,185	829	-2%	-8%	N/a
Lợi nhuận thuần	693	717	742	835	737	758	528	-1%	-9%	N/a
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần	47%	43%	11%	12%	8%	6%	-30%			
Lợi nhuận thuần	39%	44%	7%	13%	6%	3%	-30%			

Nguồn: HSC

Bảng 25: Điều chỉnh dự báo sản lượng hàng hóa, SCS

Hạ lần lượt 1% và 7% dự báo sản lượng hàng hóa năm 2025 và 2026

	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2024A	2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Quốc tế	205,140	200,000	224,000	248,640	220,813	230,616	141,071	-1%	-7%	N/a
Nội địa	62,228	63,000	69,300	74,151	69,300	74,151	77,859	0%	0%	N/a
Tổng cộng	267,368	263,000	293,300	322,791	290,113	304,767	218,930	-1%	-6%	N/a
Tăng trưởng										
Quốc tế	47%	46%	9%	11%	8%	4%	-39%			
Nội địa	19%	20%	11%	7%	11%	7%	5%			
Tổng cộng	39%	39%	10%	10%	9%	5%	-28%			

Nguồn: HSC

Bảng 26: Phân tích độ nhạy của lợi nhuận thuần năm 2025 với sản lượng xuất khẩu, SCS

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định sản lượng xuất khẩu đi Mỹ năm 2025 sẽ giảm 5%

Tăng/giảm sản lượng XK sang Mỹ 2025	Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	Tăng trưởng	EPS	2025 P/E
10%	756	9%	7,029	8.5
0%	743	7%	6,901	8.7
-5%	736	6%	6,833	8.8
-20%	729	5%	6,764	8.9
-50%	677	-2%	6,254	9.6
-100%	609	-12%	5,588	10.7

Nguồn: HSC

Bảng 27: Phân tích độ nhạy của lợi nhuận thuần năm 2026 với sản lượng xuất khẩu, SCS

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định sản lượng xuất khẩu đi Mỹ năm 2026 sẽ giảm 20%

Tăng/giảm sản lượng XK sang Mỹ 2026	Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	Tăng trưởng	EPS	2026 P/E
10%	795	8%	7,411	8.1
0%	782	6%	7,284	8.2
-20%	757	3%	7,039	8.5
-50%	720	-2%	6,676	9.0
-100%	657	-11%	6,058	9.9

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 19% giá mục tiêu xuống 68.900đ (tiềm năng tăng giá 19%) từ mức 85.000đ trước đó do tăng dự báo lợi nhuận và đưa ra các giả định định giá mới.

Chúng tôi giữ nguyên lãi suất phi rủi ro ở mức 4,0%, tốc độ tăng trưởng dài hạn ở mức 3,0% và beta ở mức 0,9, nhưng tăng phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% từ mức 7,5% trước đó để phản ánh rủi ro tiềm năng từ mức thuế cao hơn của Mỹ. Theo đó, giả định WACC tăng lên mức 11,9% từ 10,8% trước đó.

Bảng 28: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, SCS

Tỷ đồng	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	FY30F
EBIT	484	730	844	893	612	590	420	450
Lợi nhuận thuần không sử dụng vốn vay	70	90	158	189	132	126	91	96
Cộng: khấu hao	44	45	37	37	37	37	37	37
Trừ: vốn đầu tư cố bản	(22)	(19)	(7)	(7)	(8)	(8)	(8)	(8)
Trừ: tăng vốn lưu động	(12)	(17)	(13)	(3)	(106)	(26)	(71)	(10)
FCFF	423	649	711	741	413	475	294	379

Nguồn: HSC

Bảng 29: Giá mục tiêu, SCS

Giá mục tiêu mới của SCS là 68.900 (tiềm năng tăng giá 19%)

Tính toán WACC		Tính toán DCF (triệu đồng)		Đơn vị	Giá trị (cuối năm 2025)
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn			2.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng		1,719
Beta	0.9	Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	Tỷ đồng		3,394
Chi phí vốn CSH	11.9%	Tổng giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng		5,113
Tỷ trọng vốn CSH	100.0%	Cộng: tiền & đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng		1,424
Tỷ trọng nợ	0.0%	Trừ: nợ ngắn hạn + nợ dài hạn	Tỷ đồng		-
WACC	11.9%	Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng		6,537
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu		94.9
		Vốn CSH/cp	Đồng/cp		68,897

Nguồn: HSC

Bảng 30: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn, SCS

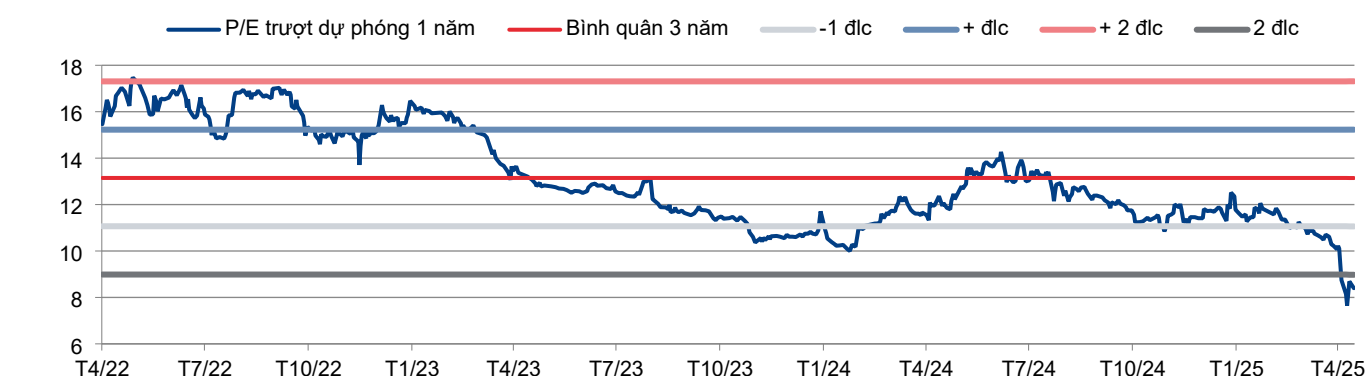
Kịch bản cơ sở giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	70,281	71,939	73,970	76,517	79,806
	3.5%	68,123	69,557	71,297	73,453	76,193
	4.0%	66,153	67,399	68,897	70,733	73,036
	4.5%	64,347	65,434	66,731	68,304	70,253
	5.0%	62,687	63,639	64,766	66,121	67,782

Nguồn: HSC

Biểu đồ 31: P/E trượt dự phóng 1 năm, SCS

SCS hiện giao dịch với /E trượt dự phóng 1 năm là 8,4 lần so với giá trị bình quân 3 năm ở mức 13,1 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

SCS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,4 lần, thấp hơn 2,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 13,1 lần. Bên cạnh đó, lợi suất cổ tức của SCS dự báo vẫn duy trì ở mức hấp dẫn lần lượt đạt 10,6%, 11,0% và 7,5% cho các năm 2025, 2026, 2027 khi HSC giả định tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức của công ty là 90% trong giai đoạn 2025-2027.

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

- Nếu sản lượng xuất khẩu sang Mỹ thấp hơn dự báo của HSC, triển vọng lợi nhuận của SCS sẽ chịu tác động tiêu cực. Theo phân tích độ nhạy, việc mất hoàn toàn thị trường Mỹ sẽ dẫn đến lợi nhuận thuần giảm 12% cho năm 2025.
- Nếu công ty đấu thầu thành công việc vận hành nhà ga hàng hóa thứ hai tại dự án LTIA, tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức sẽ thấp hơn so với dự báo hiện tại của chúng tôi nhưng triển vọng lợi nhuận dài hạn sẽ mạnh mẽ hơn nhiều.

- Ngoài ra, nếu SCS được phê duyệt trở thành đơn vị vận hành nhà ga hàng hóa đầu tiên tại LTIA, KQKD thực hiện từ năm 2027 trở đi có thể sẽ cao hơn so với dự báo hiện tại.
- Nếu SCS được cấp giấy phép xây dựng tòa nhà văn phòng thứ hai, có tiềm năng KQKD thực hiện cao hơn so với dự báo hiện tại.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	705	1,037	1,123	1,185	829
Lợi nhuận gộp	535	801	919	972	667
Chi phí BH&QL	(51.7)	(71.1)	(75.1)	(79.2)	(55.4)
Thu nhập khác	(2.40)	(2.91)	(3.15)	(3.33)	(2.33)
Chi phí khác	0.36	0.52	0.56	0.59	0.41
EBIT	569	783	894	947	660
Lãi vay thuần	87.0	55.4	53.4	57.1	50.1
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	569	783	894	947	660
Chi phí thuế TNDN	(70.3)	(89.9)	(158)	(189)	(132)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	498	693	737	758	528
Lợi nhuận thuần ĐC	463	644	685	705	491
EBITDA ĐC	612	827	931	984	697
EPS (đồng)	4,897	6,921	7,382	7,605	5,185
EPS ĐC (đồng)	4,527	6,409	6,839	7,046	4,795
DPS (đồng)	5,000	6,000	6,155	6,342	4,316
Sig CP bình quân (triệu đv)	94.4	94.9	94.9	94.9	94.9
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	94.4	94.9	94.9	94.9	94.9
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	94.4	94.9	94.9	94.9	94.9

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	163	317	391	452	737
Đầu tư ngắn hạn	899	954	1,033	1,090	763
Phải thu khách hàng	96.2	111	150	157	111
Hàng tồn kho	0	0	0	0	0
Các tài sản ngắn hạn khác	4.32	5.65	6.87	7.26	5.08
Tổng tài sản ngắn hạn	1,163	1,388	1,582	1,707	1,615
TSCĐ hữu hình	356	374	297	268	239
TSCĐ vô hình	0.28	0.14	(0.34)	(0.65)	(0.96)
Bất động sản đầu tư	77.5	71.4	64.2	57.0	49.9
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	107	63.3	102	107	75.1
Tổng tài sản dài hạn	540	509	463	432	363
Tổng cộng tài sản	1,703	1,898	2,045	2,139	1,979
Nợ ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải trả người bán	12.1	5.83	19.3	20.4	14.3
Nợ ngắn hạn khác	319	440	508	536	375
Tổng nợ ngắn hạn	359	484	572	604	422
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	5.19	7.87	8.27	8.73	6.11
Tổng nợ dài hạn	5.19	7.87	8.27	8.73	6.11
Tổng nợ phải trả	364	492	580	612	429
Vốn chủ sở hữu	1,339	1,406	1,464	1,527	1,550
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	1,339	1,406	1,464	1,527	1,550
Tổng nợ phải trả và VCSH	1,703	1,898	2,045	2,139	1,979
BVPS (đ)	14,185	14,815	15,434	16,092	16,338
Nợ thuần/(tiền mặt)	(163)	(317)	(391)	(452)	(737)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	569	783	894	947	660
Khấu hao	(43.8)	(44.8)	(36.6)	(36.6)	(36.6)
Lãi vay thuần	87.0	55.4	53.4	57.1	50.1
Thuế TNDN đã nộp	(58.9)	(90.9)	(158)	(189)	(132)
Thay đổi vốn lưu động	14.1	2.23	6.05	16.5	(86.4)
Khác	(85.7)	(53.7)	2.56	0.38	(2.18)
LCT thuần từ HKKD	455	666	762	792	457
Đầu tư TS dài hạn	(21.6)	(18.7)	(7.39)	(7.46)	(7.53)
Góp vốn & đầu tư	(1,444)	(1,556)	(60.8)	(85.5)	281
Thanh lý	1,405	1,501	0	0	0
Khác	70.8	66.0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	10.3	(7.69)	(68.2)	(93.0)	273
Cổ tức trả cho CSH	(367)	(515)	(620)	(638)	(446)
Thu từ phát hành CP	13.0	11.7	0	0	0
Tăng/giảm nợ	0	0	0	0	0
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(354)	(503)	(620)	(638)	(446)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	51.3	163	317	391	452
LCT thuần trong kỳ	112	155	74.2	61.1	284
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.30)	(0.91)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	163	317	391	452	737
Dòng tiền tự do	434	647	755	784	449

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	75.9	77.2	81.8	82.0	80.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	86.9	79.8	82.9	83.0	84.0
Tỷ suất LNT (%)	70.7	66.8	65.6	63.9	63.7
Thuế TNDN hiện hành (%)	12.4	11.5	17.7	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(17.2)	47.1	8.27	5.55	(30.0)
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(17.3)	35.1	12.5	5.66	(29.2)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(22.9)	39.0	6.32	2.88	(30.3)
Tăng trưởng EPS (%)	(24.7)	41.3	6.67	3.03	(31.8)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(24.9)	41.6	6.69	3.04	(31.9)
Tăng trưởng DPS (%)	(16.7)	20.0	2.58	3.04	(31.9)
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	102	86.7	83.4	83.4	83.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	35.9	50.5	51.3	50.7	34.3
ROACE (%)	40.9	56.8	62.0	63.0	42.7
Vòng quay tài sản (lần)	0.43	0.58	0.57	0.57	0.40
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.80	0.85	0.85	0.84	0.69
Số ngày tồn kho	0	0	0	0	0
Số ngày phải thu	207	172	269	269	249
Số ngày phải trả	26.1	9.02	34.6	35.0	32.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(12.1)	(22.0)	(26.6)	(29.5)	(47.4)
Nợ/tài sản (%)	0.08	0.42	0.10	0.10	0.08
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.24	2.87	2.77	2.83	3.82
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	6.25	4.07	3.62	3.33	4.82
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.19	5.10	4.37	4.02	5.73
P/E (lần)	11.8	8.37	7.84	7.61	11.2
P/E ĐC (lần)	12.8	9.03	8.47	8.22	12.1
P/B (lần)	4.08	3.91	3.75	3.60	3.54
Lợi suất cổ tức (%)	8.64	10.4	10.6	11.0	7.45

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Giá mục tiêu: VNĐ65,000 (từ VNĐ67,600)

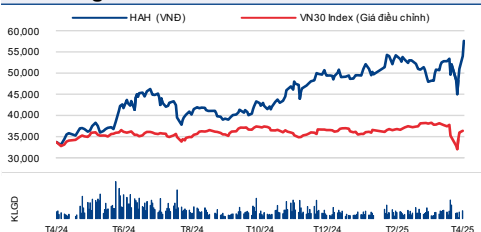
Tiềm năng tăng/giảm: 12.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (15/4/2025) 57,600

Mã Bloomberg	HAH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	33,088-57,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	54,200
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	6,989
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	271
Slg CP lưu hành (tr.đv)	121
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	36.4
Slg CP NN được mua (tr.đv)	24.2
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	10.1%
Tỷ lệ freefloat	63.6%
Cổ đông lớn	tư và Vận tải Hải Hà (16.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	20.1	12.9	70.9
So với chỉ số	27.1	11.8	60.1
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	5,548	5,132	8.1
2026F	5,327	4,456	19.5
2027F	5,987	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

HAH được thành lập năm 2009 tiền thân là một cảng container tại Hải Phòng. HAH mở rộng sang hoạt động vận tải container từ năm 2014 và hiện tại đang là doanh nghiệp vận tải hàng container lớn nhất Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

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

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

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

Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do định giá

- HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây và giảm 4% giá mục tiêu xuống 65.000đ (tiềm năng tăng giá 13%) để phản ánh các tác động từ chính sách thuế của Mỹ.
- HSC duy trì dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027, theo đó, lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 10%, dựa trên lợi nhuận thuần tăng trưởng 25% cho năm 2025, giảm 4% cho năm 2026, và tăng trưởng 12% cho năm 2027.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 20% trong 1 tháng qua, HAH đang giao dịch với EV/EBITDAR trượt dự phóng 1 năm là 4,4 lần, cao hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 3,8 lần..

Sự kiện: Đánh giá tác động từ chính sách thuế của Mỹ

Những thay đổi trong chính sách thuế của Mỹ được đánh giá là không gây tác động trực tiếp đến HAH vì thị trường chính của Công ty là nội địa và nội Á. Trong ngắn hạn, hoạt động nhập trừ hàng trước có thể khiến cước vận tải container tăng cao trong Q2/2025, qua đó tác động tích cực đến cước vận tải quốc tế của HAH. Trong dài hạn, tác động tích cực này sẽ phai nhạt dần khi hoạt động nhập trừ hàng trước giảm bớt. Tuy nhiên, rủi ro giảm giá tiềm tàng từ nhu cầu suy yếu do chính sách thuế mới có thể được bù đắp một phần bởi triển vọng giá dầu giảm..

Tác động: Duy trì dự báo lợi nhuận

Ở giai đoạn này, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho HAH. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ tăng trưởng 25% đạt 810 tỷ đồng nhờ (1) mở rộng năng lực đội tàu và (2) các hợp đồng tái ký trong nửa đầu năm 2025 với mức giá cao hơn, thay thế các hợp đồng được ký trong nửa đầu năm 2024 với mức giá rất thấp.

Cho năm 2026, lợi nhuận thuần dự báo giảm 4% xuống 777 tỷ đồng do HSC giả định Khủng hoảng Biển Đỏ kết thúc trong nửa cuối năm 2025, dẫn đến giảm giá cước container. Cho năm 2027, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng trở lại 12% đạt 884 tỷ đồng nhờ giá cước container phục hồi. Dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng vững chắc với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 đạt 10%/năm.

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây. Chúng tôi điều chỉnh tăng 4% giá mục tiêu lên 65.000đ (tiềm năng tăng giá 13%) do thay đổi một số giả định định giá: tăng phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% từ mức 7,5% trước đây để phản ánh mặt bằng rủi ro gia tăng.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 20% trong 1 tháng vừa qua và có diễn biến tích cực hơn 26% so với chỉ số VN30 – nhờ kỳ vọng vào KQKD Q1/2025 mạnh mẽ và tác động tích cực từ hoạt động nhập trừ hàng trước – HAH đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 4,4 lần, cao hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 3,8 lần. HSC tin rằng những thông tin tích cực đã phản ánh phần nào vào giá, do đó hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	850	1,529	1,944	1,842	1,939
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	385	651	810	778	874
EPS ĐC (đồng)	3,349	4,797	5,548	5,327	5,987
DPS (đồng)	0	0	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	25,218	27,005	31,772	36,323	41,634
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.49	5.49	4.28	3.92	3.17
P/E ĐC (lần)	17.2	12.0	10.4	10.8	9.62
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.74	1.74	1.74
P/B (lần)	2.28	2.13	1.81	1.59	1.38
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(67.9)	43.2	15.7	(3.99)	12.4
ROAE (%)	15.5	21.9	21.9	17.6	17.3

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

Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây

HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và điều chỉnh giá mục tiêu xuống 65.000đ (tiềm năng tăng giá 13%) để phản ánh rủi ro quốc gia gia tăng trong bối cảnh Mỹ thay đổi các chính sách thuế. Mặc dù HAH không có sự hiện diện trực tiếp tại thị trường Mỹ nhưng tác động gián tiếp từ những thay đổi trong chính sách thuế của Mỹ – như hoạt động nhập trừ hàng trước và sự dịch chuyển chuỗi cung ứng toàn cầu – có thể tạm thời hỗ trợ giá cước vận tải container tại các tuyến nội Á, qua đó giúp HAH hưởng lợi trong ngắn hạn. Trong dài hạn, khi hoạt động nhập trừ hàng trước giảm dần, yếu tố hỗ trợ này có thể suy yếu, tuy nhiên, nhu cầu yếu hơn có thể được bù đắp phần nào nhờ giá dầu giảm. Tuy nhiên, giá cổ phiếu HAH đã tăng 20% trong 1 tháng qua bất chấp xu hướng điều chỉnh của thị trường, cho thấy các yếu tố tích cực đã phần nào được phản ánh vào giá..

Duy trì dự báo lợi nhuận

HSC có quan điểm tích cực về giá cước vận tải container trong Q2/2025 được hỗ trợ bởi hoạt động nhập trừ hàng sớm nhằm tránh chính sách thuế mới của Tổng thống Trump. Tuy nhiên, chúng tôi thận trọng đối với giá cước container trong nửa cuối năm 2025 và năm 2026 do hoạt động nhập trừ hàng sớm kết thúc và khả năng cuộc khủng hoảng Biển Đỏ được giải quyết.

Tuy nhiên, HSC tin rằng mặc dù nhu cầu toàn cầu suy yếu có thể kéo theo cước vận tải giảm nhưng giá dầu giảm sẽ giúp hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận của các doanh nghiệp vận tải biển. Đối với HAH, chi phí nhiên liệu hiện chiếm khoảng 30–35% tổng chi phí hoạt động.

Do đó, tại thời điểm hiện tại, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho HAH trong giai đoạn 2025–2027.

Bảng 32: Dự báo lợi nhuận, HAH

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 sẽ tăng trưởng với CAGR là 10%

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	3,206	2,613	3,992	5,140	4,934	5,250
Tăng trưởng	64%	-18%	53%	29%	-4%	6%
Lợi nhuận thuần	822	385	651	810	778	874
Tăng trưởng	84%	-53%	69%	25%	-4%	12%

Nguồn: HAH, HSC

Bảng 33: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, HAH

Tỷ đồng	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	FY30F
EBIT	1,308	486	1,056	1,355	1,252	1,370	1,381	1,393	1,404
Thuế	232	92	177	231	222	250	258	268	275
Cộng: khấu hao	278	364	457	589	590	570	597	626	656
Trừ: vốn đầu tư cố bản	(1,345)	(919)	(2,079)	(520)	(396)	(371)	(390)	(411)	(433)
Trừ: tăng vốn lưu động	(36)	(113)	13	(838)	96	(147)	(79)	(83)	(86)
UFCF	(27)	(273)	(730)	315	1,292	1,148	1,233	1,247	1,261

Nguồn: HSC

Bảng 34: Giá trị vốn CSH, HAH

Tính toán WACC	Giá trị	Tính toán DCF	Đơn vị	Giá trị (cuối năm 2025)
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	6,157
Beta	1.3	Giá trị hiện tại của dòng tiền năm 2030	Tỷ đồng	4,668
Chi phí vốn CSH	13.8%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Tỷ đồng	10,825
Tỷ trọng vốn CSH	84.5%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	1,274
Tỷ trọng nợ	15.5%	Giá trị hiện tại của dòng tiền năm 2030	Tỷ đồng	(2,864)
WACC	12.6%	Giá trị của vốn CSH	Tỷ đồng	9,235
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (*)	Triệu	142.0
		Giá trị vốn CSH/CP	Đồng	65,013

Ghi chú: * Chúng tôi áp dụng các cổ phiếu đã pha loãng hoàn toàn của HAH bằng cách kết hợp các trái phiếu chuyển đổi.
Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây. Chúng tôi giảm 4% giá mục tiêu xuống 65.000đ (tiềm năng tăng giá 13%) do điều chỉnh các giả định định giá. HSC tiếp tục giả định lãi suất phi rủi ro là 4,0% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3,0%. Tuy nhiên, chúng tôi tăng giả định phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% (từ 7,5% trước đây) để phản ánh mặt bằng rủi ro gia tăng. Trong khi đó, chúng tôi giảm giả định beta xuống 1,2 (từ 1,3 trước đó) (theo cập nhật của Bloomberg). Theo đó, giả định WACC tăng lên mức 13,0% từ 12,6% trước đó.

Bảng 35: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn, HAH

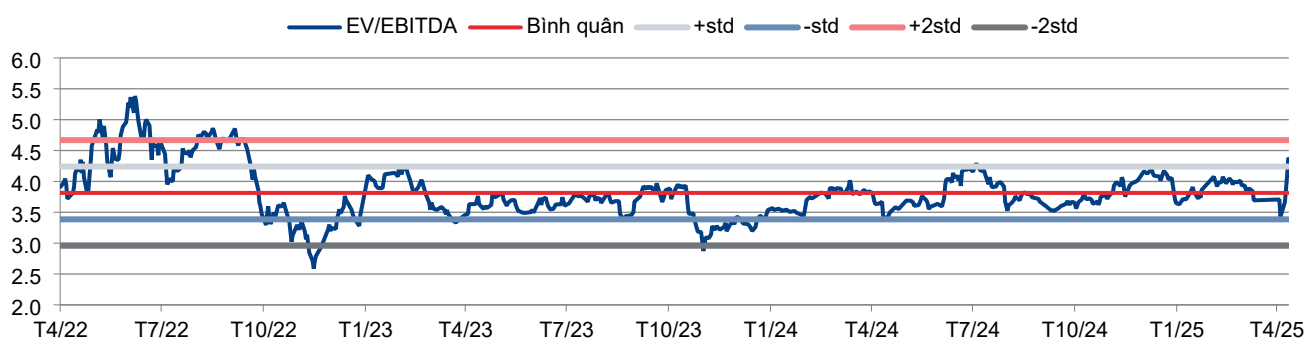
Kịch bản cơ sở giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	63,797	67,086	71,026	75,833	81,829
	3.5%	61,347	64,339	67,900	72,211	77,535
	4.0%	59,056	61,785	65,013	68,892	73,640
	4.5%	56,908	59,403	62,338	65,840	70,092
	5.0%	54,892	57,178	59,853	63,024	66,845

Nguồn: HSC

Biểu đồ 36: EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm, HAH

HAH đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 4,4 lần, cao hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu HAH đã tăng 20% trong 1 tháng vừa qua, diễn biến tích cực hơn VN Index nhờ kỳ vọng vào (1) triển vọng lợi nhuận Q1/2025 tích cực, được hỗ trợ bởi việc mở rộng đội tàu và cước vận tải tăng, và (2) lợi ích từ hoạt động nhập trữ hàng trước trong Q2/2025. HAH đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 4,4 lần, cao hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 3,8 lần.

Mặc dù HAH không chịu tác động gián tiếp từ đại dịch và HSC kỳ vọng cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn, nhưng chúng tôi cho rằng đà tăng giá cổ

phiếu gần đây phần nào đã phản ánh các thông tin tích cực. Theo đó, HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào). Giá cổ phiếu của HAH đã tăng 20% kể từ khi HSC khuyến nghị lần đầu Mua vào trong báo cáo ngày 17/4/2025.

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

- Rủi ro giảm giá: Biến động cước vận tải do nhu cầu toàn cầu suy yếu (bởi chính sách thuế cao hơn trên toàn cầu) có thể lớn hơn tác động tích cực từ giá dầu giảm, qua đó gây áp lực lên doanh thu và tỷ suất lợi nhuận của HAH.
- Tiềm năng tăng giá: HAH có dòng tiền rất mạnh nhờ KQKD ổn định và chi phí khấu hao cao. Nếu giá cho thuê tàu giảm trong thời gian tới do tình hình kinh tế kém tích cực, Công ty có thể tận dụng giai đoạn suy thoái này để đầu tư vào đội tàu mới với chi phí thấp. Điều này sẽ tạo nền tảng cho lợi nhuận tăng trưởng mạnh khi điều kiện thị trường cải thiện.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	2,613	3,992	5,140	4,934	5,250
Lợi nhuận gộp	611	1,267	1,627	1,512	1,646
Chi phí BH&QL	(125)	(211)	(271)	(260)	(277)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	486	1,056	1,355	1,252	1,370
Lãi vay thuần	(53.6)	(94.1)	(94.6)	(44.3)	(11.8)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	14.9	18.3	20.2	22.2	24.4
Lợi nhuận khác	2.99	(3.15)	(4.05)	(3.89)	(4.14)
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	450	977	1,277	1,226	1,378
Chi phí thuế TNDN	(92.2)	(177)	(231)	(222)	(250)
Lợi ích cổ đông thiểu số	27.1	(150)	(236)	(226)	(254)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	385	651	810	778	874
Lợi nhuận thuần ĐC	353	582	721	692	778
EBITDA ĐC	850	1,529	1,944	1,842	1,939
EPS (đồng)	3,648	5,361	6,237	5,988	6,730
EPS ĐC (đồng)	3,349	4,797	5,548	5,327	5,987
DPS (đồng)	0	0	1,000	1,000	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	106	121	130	130	130
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	106	121	130	130	130
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	106	121	130	130	130

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	245	922	1,090	1,577	2,395
Đầu tư ngắn hạn	72.5	70.5	184	176	188
Phải thu khách hàng	1,005	504	912	875	932
Hàng tồn kho	97.1	87.8	103	98.7	105
Các tài sản ngắn hạn khác	180	168	283	271	289
Tổng tài sản ngắn hạn	1,600	1,753	2,571	2,999	3,908
TSCĐ hữu hình	2,869	4,566	4,573	4,408	4,235
TSCĐ vô hình	3.16	3.86	3.90	3.94	3.98
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	50.6	41.3	86.5	83.9	88.0
Đầu tư vào Cty LD,LK	135	153	229	220	234
Tài sản dài hạn khác	701	772	774	696	687
Tổng tài sản dài hạn	3,759	5,537	5,667	5,411	5,247
Tổng cộng tài sản	5,359	7,290	8,238	8,410	9,155
Nợ ngắn hạn	394	532	446	392	343
Phải trả người bán	155	206	272	261	278
Nợ ngắn hạn khác	290	357	509	489	520
Tổng nợ ngắn hạn	937	1,210	1,383	1,292	1,301
Nợ dài hạn	993	1,798	1,487	933	725
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	258	310	310	310	311
Tổng nợ dài hạn	1,251	2,108	1,798	1,244	1,036
Tổng nợ phải trả	2,188	3,318	3,181	2,536	2,337
Vốn chủ sở hữu	2,661	3,277	4,127	4,718	5,408
Lợi ích cổ đông thiểu số	510	695	930	1,156	1,411
Tổng vốn chủ sở hữu	3,171	3,972	5,057	5,875	6,819
Tổng nợ phải trả và VCSH	5,359	7,290	8,238	8,410	9,155
BVPS (đ)	25,218	27,005	31,772	36,323	41,634
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,141	1,408	843	(252)	(1,326)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	486	1,056	1,355	1,252	1,370
Khấu hao	(364)	(473)	(589)	(590)	(570)
Lãi vay thuần	(53.6)	(94.1)	(94.6)	(44.3)	(11.8)
Thuế TNDN đã nộp	(150)	(117)	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	(173)	(25.6)	0	0	0
Khác	(49.9)	(36.6)	(78.5)	(26.0)	8.44
LCT thuần từ HKKD	536	1,405	1,157	2,007	1,875
Đầu tư TS dài hạn	(866)	(1,698)	(520)	(352)	(371)
Góp vốn & đầu tư	(23.1)	(57.5)	2.95	2.95	2.95
Thanh lý	1.45	10.9	0	0	0
Khác	111	84.5	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(776)	(1,660)	(517)	(349)	(368)
Cổ tức trả cho CSH	(9.76)	(0.02)	0	(130)	(130)
Thu từ phát hành CP	22.6	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	147	1,029	(397)	(608)	(257)
Khác	(90.4)	(99.5)	(75.2)	(433)	(303)
LCT thuần từ HĐTC	69.4	930	(472)	(1,171)	(690)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	415	245	922	1,090	1,577
LCT thuần trong kỳ	(170)	675	168	487	818
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.35	1.63	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	245	922	1,090	1,577	2,395
Dòng tiền tự do	(330)	(293)	638	1,655	1,505

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	23.4	31.7	31.6	30.6	31.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	32.5	38.3	37.8	37.3	36.9
Tỷ suất LNT (%)	14.7	16.3	15.8	15.8	16.7
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.5	18.1	18.1	18.1	18.1
Tăng trưởng doanh thu (%)	(18.5)	52.8	28.8	(4.01)	6.41
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(46.4)	79.8	27.2	(5.23)	5.26
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(51.8)	64.7	23.8	(3.99)	12.4
Tăng trưởng EPS (%)	(68.8)	47.0	16.3	(3.99)	12.4
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(67.9)	43.2	15.7	(3.99)	12.4
Tăng trưởng DPS (%)	-	nm	nm	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	16.0	16.7	14.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	15.5	21.9	21.9	17.6	17.3
ROACE (%)	11.3	20.1	21.0	17.9	18.3
Vòng quay tài sản (lần)	0.50	0.63	0.66	0.59	0.60
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.10	1.33	0.85	1.60	1.37
Số ngày tồn kho	17.7	11.8	10.7	10.5	10.6
Số ngày phải thu	183	67.6	94.7	93.4	94.4
Số ngày phải trả	28.3	27.5	28.2	27.8	28.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	42.9	43.2	20.5	(5.29)	(24.5)
Nợ/tài sản (%)	25.9	32.1	23.5	15.8	11.7
EBIT/lãi vay (lần)	9.06	11.2	14.3	28.2	116
Nợ/EBITDA (lần)	1.63	1.53	1.00	0.72	0.55
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.71	1.45	1.86	2.32	3.00
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.76	2.10	1.62	1.47	1.17
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.49	5.49	4.28	3.92	3.17
P/E (lần)	15.8	10.7	9.24	9.62	8.56
P/E ĐC (lần)	17.2	12.0	10.4	10.8	9.62
P/B (lần)	2.28	2.13	1.81	1.59	1.38
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.74	1.74	1.74

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

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