

Ngành Cảng biển: KQKD Q3/2025 dự báo tích cực nhờ sản lượng vững chắc

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

- Mặc dù việc đẩy mạnh xuất hàng đã kết thúc vào đầu tháng 8/2025 nhưng hoạt động thương mại của Việt Nam vẫn duy trì ổn định trong tháng 8, hỗ trợ sản lượng container thông qua hệ thống cảng tăng 12% so với cùng kỳ và 5% so với tháng trước. Đối với mảng vận tải biển, điều kiện thị trường thuận lợi như giá cho thuê tàu cao và giá nhiên liệu thấp cũng giúp cải thiện lợi nhuận.
- Lợi nhuận thuần Q3/2025 của GMD và HAH ước tính đạt lần lượt 450 tỷ đồng (tăng 34% so với cùng kỳ và 6% so với quý trước) và 320 tỷ đồng (tăng 61% so với cùng kỳ nhưng giảm 12% so với quý trước). Nếu đạt được, lợi nhuận thuần 9 tháng đầu năm 2025 của GMD và HAH sẽ lần lượt ở mức 1.276 tỷ đồng (tăng 7% so với cùng kỳ) và 915 tỷ đồng (tăng 148% so với cùng kỳ). Trong đó, lợi nhuận HĐKD cốt lõi 9 tháng đầu năm 2025 dự kiến tăng lần lượt 38% và 148% so với cùng kỳ.
- HSC giữ nguyên dự báo cho cả GMD và HAH. Trước diễn biến giá cổ phiếu thời gian gần đây, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với GMD xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) trong khi nâng khuyến nghị đối với HAH lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ).

Sản lượng hàng hóa vững chắc sau khi kết thúc đẩy mạnh xuất hàng trong tháng 8/2025

Mặc dù hoạt động đẩy mạnh xuất hàng đã chấm dứt sau thời hạn hoãn thuế đối ứng hết hiệu lực vào ngày 7/8, thương mại của Việt Nam trong tháng 8 vẫn sôi động với kim ngạch xuất khẩu tăng 15,7% so với cùng kỳ đạt 85,7 tỷ USD và nhập khẩu tăng 17,8% so với cùng kỳ đạt 36,7 tỷ USD. Theo đó, các cảng container chủ chốt của Việt Nam đã tiếp nhận xử lý 2,4 triệu TEU hàng hóa trong tháng 8, tăng 12% so với cùng kỳ và 5% so với tháng trước. HSC cho rằng sản lượng hàng hóa qua cảng duy trì tích cực nhờ lợi thế thuế quan của Việt Nam so với các đối thủ chính tại thị trường Mỹ, cũng như việc các doanh nghiệp xuất khẩu đang tìm hướng đa dạng hóa thị trường. Theo đó, sản lượng container xử lý trong 8 tháng đầu năm 2025 đạt 17,4 triệu TEUs, tăng 12% so với cùng kỳ.

Vận tải biển: Điều kiện thị trường thuận lợi trong Q3/2025

Giá cho thuê tàu duy trì ở mức cao trong Q3/2025, với tàu có sức chở 1.700 TEU có mức giá bình quân 28.000–28.750 USD/ngày (tăng 15% so với cùng kỳ). Trong khi đó, giá nhiên liệu có xu hướng giảm kể từ đầu tháng 7 xuống bình quân 478 USD/thùng trong Q3/2025 (giảm 13% so với cùng kỳ, tăng 2% so với quý trước). Với chi phí nhiên liệu thường chiếm khoảng 30% tổng chi phí hoạt động, sự kết hợp giữa giá cho thuê tàu vững chắc và giá nhiên liệu giảm được kỳ vọng sẽ hỗ trợ tích cực cho lợi nhuận của các công ty vận tải biển.

Ước tính KQKD Q3/2025

Đối với GMD, lợi nhuận thuần Q3/2025 dự báo đạt 450 tỷ đồng (tăng 34% so với cùng kỳ, tăng 6% so với quý trước). Nếu đạt được, lợi nhuận thuần 9 tháng đầu năm 2025 sẽ ở mức 1,28 nghìn tỷ đồng (tăng 7% so với cùng kỳ), bằng 80% dự báo cả năm của HSC. Trong đó, lợi nhuận HĐKD cốt lõi ước tính đạt 2 nghìn tỷ đồng, tăng 38% so với cùng kỳ. Đối với HAH, lợi nhuận thuần Q3/2025 dự báo đạt 320 tỷ đồng (tăng 61% so với cùng kỳ, giảm 12% so với quý trước). Lợi nhuận tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ là nhờ công suất tăng, giá cho thuê tàu cải thiện và giá nhiên liệu giảm. Nếu đạt được dự báo, lợi nhuận thuần 9 tháng đầu năm 2025 sẽ ở mức 915 tỷ đồng (tăng 148% so với cùng kỳ), bằng 79% dự báo cả năm của HSC.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu GMD tăng 14% trong 1 tháng qua, HSC hạ khuyến nghị đối với GMD xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với giá mục tiêu mới 76.100đ (tiềm năng tăng giá 9%). GMD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,8 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 20,1 lần. Đây vẫn là định giá hấp dẫn trong bối cảnh lợi nhuận HĐKD cốt lõi dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 14%.

Sau khi giá cổ phiếu HAH giảm 4% trong 1 tháng qua và giảm 15% so với mức đỉnh 3 tháng (đạt được vào ngày 18/8), HSC nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ). HAH đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 5,3 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 3,8 lần. Dù định giá có phần cao nhưng chúng tôi cho rằng HAH xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ, với lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm (giai đoạn 2024–2027) đạt 22%, so với chỉ 13% trong giai đoạn trước.

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	70,000	Tăng tỷ trọng	Mua vào	76,100	1.20	8.71	18.5	16.9	15.6	13.6	2.11	2.11
HAH	55,000	Tăng tỷ trọng	Nắm giữ	65,200	-	18.5	7.99	9.01	4.73	5.09	1.82	1.82

Giá cổ phiếu tại ngày 26/9/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Thay đổi khuyến nghị do biến động giá cổ phiếu 3

Ngành Cảng biển: Sản lượng duy trì mạnh dù việc đẩy mạnh xuất hàng kết thúc 3

Báo cáo thành phần

CTCP Gemadept (GMD) 8

CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HAH) 11

Thay đổi khuyến nghị do biến động giá cổ phiếu

Trước diễn biến giá cổ phiếu thời gian gần đây, HSC hạ khuyến nghị đối với GMD xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với giá mục tiêu 76.100đ (tiềm năng tăng giá 9%) sau khi giá cổ phiếu tăng 14% trong 1 tháng qua. Đồng thời, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với HAH lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) với giá mục tiêu 65.200đ (tiềm năng tăng giá 19%) sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh 15% so với mức đỉnh trong 3 tháng qua. Chúng tôi duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025–2027 với lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 14% đối với GMD và 22% đối với HAH. Chúng tôi cũng dự báo KQKD Q3/2025 sẽ khả quan cho cả GMD và HAH, với lợi nhuận thuần tăng lần lượt 34% và 61% so với cùng kỳ nhờ sản lượng cải thiện và điều kiện thị trường thuận lợi.

Ngành Cảng biển: Sản lượng duy trì mạnh dù việc đẩy mạnh xuất hàng kết thúc

Mặc dù việc đẩy mạnh xuất hàng đã chấm dứt sau khi thời hạn hoãn thuế đối ứng hết hiệu lực vào 0 giờ ngày 7/8/2025 (giờ Mỹ), thương mại Việt Nam trong tháng 8 vẫn ghi nhận tăng trưởng tích cực. Cụ thể, kim ngạch xuất khẩu đạt 85,7 tỷ USD (tăng 15,7% so với cùng kỳ và 2,6% so với tháng trước) trong khi kim ngạch nhập khẩu đạt 36,7 tỷ USD (tăng 17,8% so với cùng kỳ nhưng giảm 0,8% so với tháng trước) (Bảng 1). Với kết quả này, tổng kim ngạch xuất khẩu 8 tháng đầu năm 2025 đạt 305,9 tỷ USD (tăng 15,9% so với cùng kỳ) và nhập khẩu đạt 291,9 tỷ USD (tăng 18,7% so với cùng kỳ).

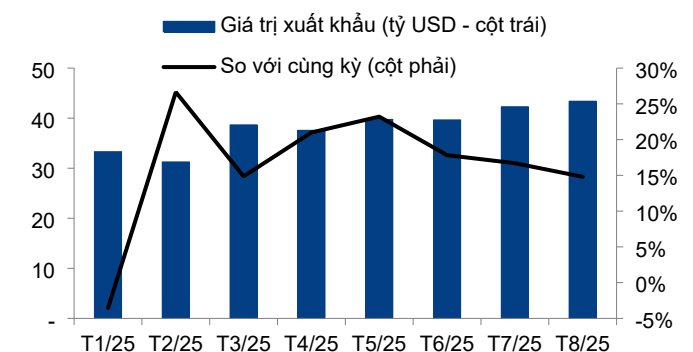
Sản lượng hàng hóa qua các cảng biển tiếp tục ghi nhận kết quả tích cực trong tháng 8/2025 Theo Hiệp hội Cảng biển Việt Nam, sản lượng hàng hóa qua các cảng chủ chốt của Việt Nam (chiếm khoảng 80% tổng sản lượng cả nước) tăng 12% so với cùng kỳ và 5% so với tháng trước trong tháng 8 năm 2025 đạt 2,4 triệu TEU (Bảng 2). Theo đó, tính chung 8 tháng đầu năm 2025, sản lượng hàng hóa qua các cảng này tăng 12% so với cùng kỳ đạt 17,4 triệu TEU.

Đáng chú ý, trong tháng 8 năm 2025, hai cụm cảng nước sâu của Việt Nam – chủ yếu phục vụ thị trường Mỹ – là Lạch Huyện và Cái Mép Thị Vải (CMTV) đã ghi nhận sản lượng đạt lần lượt 238.486 TEU (tăng 47% so với cùng kỳ, tăng 16% so với tháng trước) và 698.288 TEU (tăng 11% so với cùng kỳ, tăng 6% so với tháng trước). Việc sản lượng tăng 47% so với cùng kỳ tại Lạch Huyện được thúc đẩy bởi việc đưa vào vận hành bốn bến mới trong khu vực này, giúp công suất tăng cao so với cùng kỳ năm ngoái.

Theo HSC, sản lượng hàng hóa qua cảng vẫn tích cực dù hoạt động đẩy mạnh xuất hàng đã kết thúc là nhờ lợi thế thuế đối ứng cạnh tranh của Việt Nam so với các đối thủ chính tại thị trường Mỹ. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam cũng đã chủ động đa dạng hóa thị trường để giảm sự phụ thuộc vào Mỹ.

Biểu đồ 1: Giá trị xuất khẩu theo tháng, Việt Nam

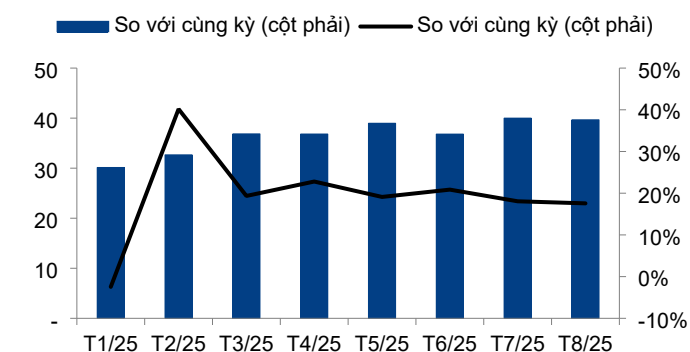
Giá trị xuất khẩu 8 tháng đầu năm 2025 tăng 16% so với cùng kỳ...



Nguồn: GSO, HSC

Biểu đồ 2: Giá trị nhập khẩu theo tháng, Việt Nam

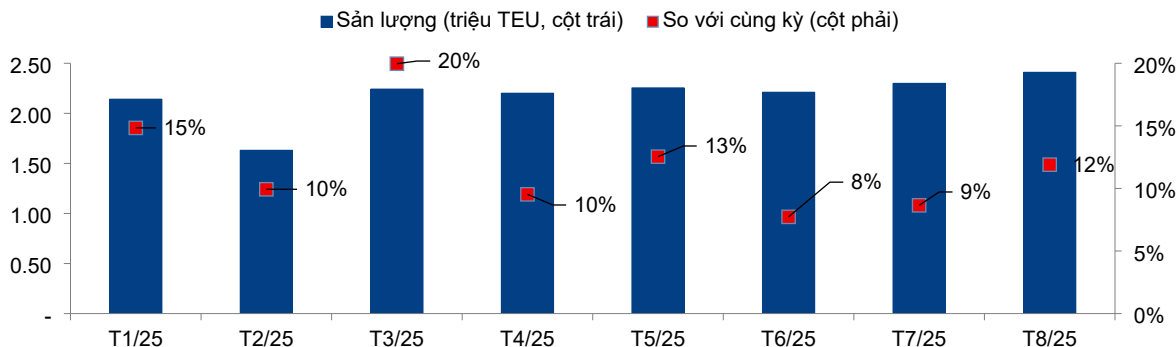
...trong khi giá trị nhập khẩu tăng 19% so với cùng kỳ



Nguồn: GSO, HSC

Biểu đồ 3: Sản lượng hàng hóa qua các cảng container chính theo tháng, Việt Nam

Sản lượng hàng hóa trong T8/2025 tăng 12% so với cùng kỳ và 5% so với tháng trước mặc dù hoạt động đẩy mạnh xuất hàng đã kết thúc vào ngày 7/8/2025



Nguồn: VPA, GMD, HSC

Cập nhật sản lượng & dự báo KQKD Q3/2025 của GMD

Cảng Gemalink (GIL) và Nam Đình Vũ (NDV) ghi nhận sản lượng đạt lần lượt 170.038 TEU (tăng 9% so với cùng kỳ, giảm 3% so với tháng trước) và 133.991 TEU (tăng 12% so với cùng kỳ, tăng 4% so với tháng trước). Trong tháng 7 và 8, tổng sản lượng tại các cảng đạt lần lượt 344.438 TEU (tăng 1% so với cùng kỳ) và 262.873 TEU (tăng 20% so với cùng kỳ).

Trong Q3/2025, HSC ước tính sản lượng của GIL và NDV đạt lần lượt 514.500 TEU (tăng 6% so với cùng kỳ, tăng 20% so với quý trước) và 393.000 TEU (tăng 18% so với cùng kỳ, tăng 1% so với quý trước).

Với sản lượng ước tính này, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần Q3/2025 của GMD đạt 450 tỷ đồng (tăng 34% so với cùng kỳ, tăng 6% so với quý trước). Nếu đạt được dự báo, lợi nhuận thuần 9 tháng đầu năm 2025 sẽ ở mức 1,28 nghìn tỷ đồng (tăng 7% so với cùng kỳ), bằng 80% dự báo cả năm của HSC là 1.595 tỷ đồng (tăng trưởng 9%).

Nếu không tính đến khoản lợi nhuận không thường xuyên từ thoái vốn cảng Nam Hải trong năm ngoái, LNTT từ HĐKD cốt lõi 9 tháng đầu năm 2025 tăng mạnh 38% so với cùng kỳ đạt 2,0 nghìn tỷ đồng.

Bảng 4: Ước tính lợi nhuận Q3/2025, GMD

HSC kỳ vọng lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 34% so với cùng kỳ và 6% so với quý trước trong Q3/2025

	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T25	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	1,595	26%	7%	4,369	27%
LNTT cốt lõi	750	29%	11%	2,011	38%
Lợi nhuận thuần	450	34%	6%	1,276	7%

Nguồn: HSC

Cảng NDV giai đoạn 3 sẽ đi vào hoạt động trong Q4/2025

Dự án cảng NDV giai đoạn 3 (công suất 800.000 TEU, tổng vốn đầu tư 2.800 tỷ đồng) đang được xây dựng đúng tiến độ và dự kiến sẽ bắt đầu vận hành trong Q4/2025. Sau khi đi vào hoạt động, tổng công suất thiết kế của cảng Nam Đình Vũ (cả ba giai đoạn) sẽ đạt 2 triệu TEU, so với mức 1,2 triệu TEU hiện tại. Lưu ý, công suất tối đa của NDV khi hoàn thành cả ba giai đoạn có thể đạt tới 2,5 triệu TEU, cao hơn 25% so với công suất thiết kế. Vào tháng 1/2025, GMD đã mua 48% cổ phần tại CTCP Dịch vụ Cảng Hải Minh (chưa niêm yết), qua đó giúp mở rộng công suất bãi container của cảng NDV. Nhờ vậy, trong 8 tháng đầu năm 2025, NDV đã hoạt động vượt 26% công suất thiết kế (của hai giai đoạn) với sản lượng đạt 1.005.873 TEUs (tăng 26% so với cùng kỳ).

Đề xuất mở rộng công suất của GIL

Công suất thiết kế hiện tại của GIL là 1,5 triệu TEU/năm. Tuy nhiên, trong 8 tháng đầu năm 2025, cảng này đã hoạt động vượt công suất, đạt 124% công suất thiết kế với sản lượng xử lý 1,24 triệu TEU (tăng 7% so với cùng kỳ). GMD có kế hoạch triển khai dự án mở rộng GIL 2.1 trong Q4/2025 và dự kiến hoàn thành vào năm 2027. Sau khi hoàn tất, công suất của cảng sẽ tăng lên 2,2 triệu TEU.

Ngoài dự án mở rộng GIL 2.1, công suất của GIL có thể tiếp tục được nâng cao thông qua việc mở rộng bến cảng về phía thượng nguồn và hạ nguồn, cụ thể như sau:

- **Mở rộng thượng nguồn:** Kéo dài bến cảng GIL thêm 356,9m. Nếu được phê duyệt, tổng công suất sẽ đạt 3 triệu TEU/năm. UBND TP.HCM đã kiến nghị Bộ Xây dựng điều chỉnh quy hoạch tổng thể của GIL liên quan đến hạng mục này.
- **Mở rộng hạ nguồn:** Kéo dài bến cảng GIL thêm 390m về phía hạ nguồn để kết nối với cảng Cái Mép Hạ. Đề xuất này hiện đang được UBND TP.HCM xem xét.

Nếu cả hai kế hoạch đều được thông qua, công suất của GIL sẽ tăng lên 3,8 triệu TEU/năm. Chúng tôi lưu ý rằng mô hình dự báo hiện tại đã bao gồm kịch bản mở rộng thượng nguồn, với giả định công suất GIL sẽ tăng lên 3 triệu TEU/năm vào năm 2029. Nếu phương án mở rộng hạ nguồn cũng được phê duyệt, đây sẽ là yếu tố mang lại tiềm năng tăng trưởng cho lợi nhuận dài hạn và định giá hiện tại của GIL.

Bảng 5: Các dự án hiện tại và sắp triển khai, GMD

Tổng công suất của GMD sẽ nâng thêm 22% đến Q4/2025, 42% năm 2027 và 86% sau khi Gemalink mở rộng cảng thượng lưu/hạ lưu so với mức hiện tại

	Công suất (TEU/năm)	Hoàn thành
Nam Đình Vũ		
Hiện tại (giai đoạn 1+2)	1,200,000	
Sau khi hoàn thành giai đoạn 3	2,000,000	Q4/25
Gemalink		
Hiện tại (giai đoạn 1)	1,500,000	
Hoàn thành sau giai đoạn 2.1	2,200,000	2027
Sau khi mở rộng bến ra thượng nguồn	3,000,000	Dự án đang đề xuất
Sau khi mở rộng bến ra thượng nguồn + hạ nguồn	3,800,000	Dự án đang đề xuất
Phước Long	900,000	
Tổng công suất của GMD		
Hiện tại	3,600,000	
Dự án Nam Đình Vũ giai đoạn 3	4,400,000	Q4/25
Dự án Gemalink giai đoạn 2.1	5,100,000	2027
Dự án Gemalink mở rộng thượng nguồn và hạ nguồn	6,700,000	Dự án đang đề xuất

Nguồn: HSC

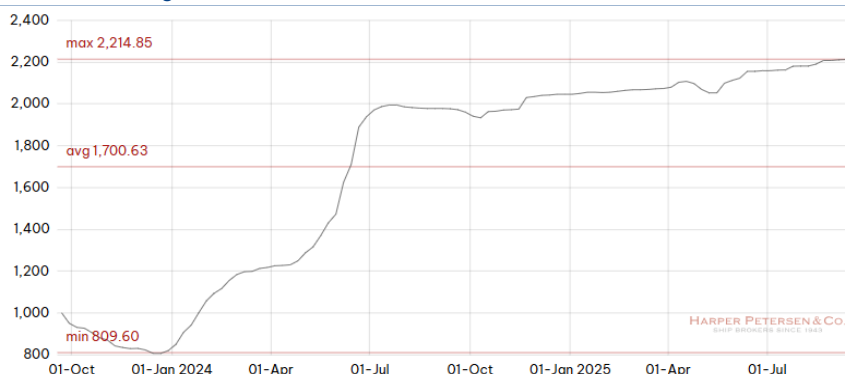
Vận tải biển: Giá cho thuê tàu ổn định & chi phí nhiên liệu giảm giúp hỗ trợ lợi nhuận

Giá cho thuê tàu duy trì ổn định trong Q3/2025. Theo Clarkson – nhà cung cấp dịch vụ vận tải biển lớn nhất thế giới – giá thuê tàu loại 1.700 TEU dao động quanh mức 28.000–28.750 USD/ngày từ tháng 7 đến nay. So với cùng kỳ năm ngoái, giá thuê tàu đã tăng khoảng 15%.

Ngoài ra, giá VLSFO (dầu nhiên liệu hàng hải có hàm lượng lưu huỳnh rất thấp) có xu hướng giảm kể từ đầu tháng 7/2025, với mức bình quân 478 USD/thùng trong Q3/2025 (giảm 13% so với cùng kỳ, tăng 2% so với quý trước). Do chi phí nhiên liệu thường chiếm khoảng 30% tổng chi phí hoạt động, giá nhiên liệu giảm được kỳ vọng sẽ hỗ trợ tích cực cho lợi nhuận của các công ty vận tải biển.

Biểu đồ 6: Chỉ số Harper Petersen về giá cho thuê tàu

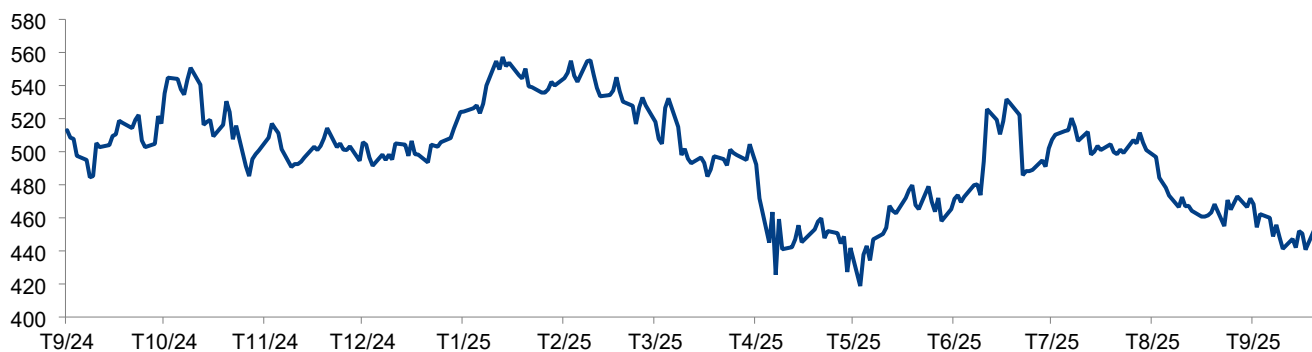
Giá cho thuê tàu duy trì ở mức cao trong Q3/2025



Nguồn: Harper Petersen

Biểu đồ 7: Giá VLSFO (USD/tấn)

Giá nhiên liệu giảm sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận của các công ty vận tải biển



Nguồn: Bloomberg

Ước tính KQKD Q3/2025 của HAH

HSC ước tính lợi nhuận thuần Q3/2025 của HAH đạt 320 tỷ đồng (tăng 61% so với cùng kỳ, giảm 12% so với quý trước). Lợi nhuận tăng mạnh so với cùng kỳ được thúc đẩy bởi công suất tăng, giá cho thuê tàu cải thiện nhờ tái ký hợp đồng trong nửa đầu năm 2025 cùng với chi phí nhiên liệu giảm. Lưu ý, HAH đã mua thêm ba tàu mới gồm Opus, Gama, Zeta lần lượt vào tháng 7/2024, tháng 11/2024 và tháng 2/2025. Bên cạnh đó, Công ty cũng tái ký hợp đồng cho ba tàu Hai An East, Hai An West và An Bien Bay trong giai đoạn tháng 3–4/2025. Các hợp đồng trước đó của những tàu này được ký vào tháng 5, 6 và 12 năm ngoái khi giá thị trường ở mức rất thấp (Bảng 5).

Nếu đạt được dự báo, lợi nhuận thuần 9 tháng đầu năm 2025 của HAH sẽ ở mức 915 tỷ đồng (tăng 148% so với cùng kỳ), đạt 79% dự báo cả năm của HSC là 1.163 tỷ đồng (tăng 79% so với cùng kỳ).

Bảng 8: Ước tính lợi nhuận Q3/2025, HAH

HSC ước tính lợi nhuận thuần Q3/2025 của HAH sẽ tăng 61% so với cùng kỳ lên 320 tỷ đồng

	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T25	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	1,350	20%	6%	3,794	36%
Lợi nhuận thuần	320	61%	-12%	915	148%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì dự báo lợi nhuận cho cả hai Công ty. Dựa trên biến động giá cổ phiếu gần đây, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với HAH lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) và hạ khuyến nghị đối với GMD xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào):

- HSC tăng nhẹ giá mục tiêu của GMD lên 76.100đ (so với 75.200đ trong dự báo trước đó, tiềm năng tăng giá 9%) nhờ thay đổi trong giả định định giá (hệ số beta điều chỉnh xuống 0,97 từ 1,0 theo cập nhật từ Bloomberg). Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) sau khi giá cổ phiếu tăng 14% trong 1 tháng qua và tăng 24% kể từ khi HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào (ngày 29/7/2025). Sau nhịp tăng này, GMD vẫn đang có định giá hấp dẫn với P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,8 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 20,1 lần. Tại giá mục tiêu mới, GMD giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,1 lần, tương đương mức bình quân 3 năm.
- Giữ nguyên giá mục tiêu của HAH ở mức 65.200đ (tiềm năng tăng giá 18,5%) nhưng nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 1 tháng qua.
- Chúng tôi áp dụng phương pháp EV/EBITDA thay vì P/E để định giá HAH do chi phí khấu hao cao. Cụ thể, chi phí khấu hao năm 2024 của HAH tương đương 70% lợi nhuận thuần, trong khi tỷ lệ này của GMD chỉ là 28%. HAH đang giao dịch với EV/EBITDA điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm là 5,3 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 3,8 lần. Tuy nhiên, việc định giá lại HAH ở mặt bằng cao hơn là hợp lý nhờ triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm (giai đoạn 2024–2027) đạt 22%, so với mức chỉ 13% trong giai đoạn 2021–2024.

Bên cạnh đó, công suất hiện tại của HAH đã tăng mạnh 46% so với bình quân 3 năm trước, đưa Công ty trở thành hãng vận tải biển nội địa lớn nhất Việt Nam. Tại giá mục tiêu mới, HAH giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 6,2 lần.

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

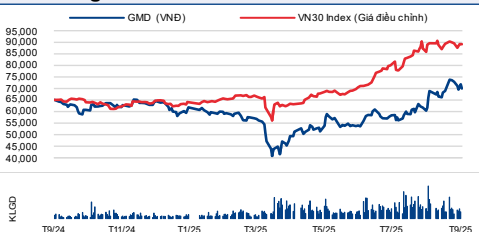
Giá mục tiêu: VNĐ76,100 (từ VNĐ75,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 8.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/9/2025)	70,000
Mã Bloomberg	GMD VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	40,841-74,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	70,620
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	29,414
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,114
Slg CP lưu hành (tr.đv)	420
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	206
Slg CP NN được mua (tr.đv)	30.5
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	41.7%
Tỷ lệ freefloat	88.6%
Cổ đông lớn	SSJ Consulting (7.07%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	13.5	30.8	7.63
So với chỉ số	13.2	3.33	(21.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,440	3,569	(3.6)
2026F	3,814	4,000	(4.6)
2027F	4,197	4,323	(2.9)

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

Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng trên cơ sở định giá

- HSC hạ khuyến nghị đối với GMD xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây. Giá mục tiêu được điều chỉnh tăng nhẹ lên 76.100đ (từ 75.200đ trước đó, tiềm năng tăng giá 9%) nhờ điều chỉnh giả định beta (theo cập nhật từ Bloomberg).
- HSC duy trì dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025–2027. Cụ thể, LNTT từ HKĐC cốt lõi dự báo tăng trưởng 21% đạt 2,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2025; sau đó tăng trưởng 9% và 12% trong các năm 2026–2027 đạt 2,6 nghìn tỷ đồng và 2,9 nghìn tỷ đồng. Dự báo mới cho thấy LNTT từ HKĐC cốt lõi và lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 14% và 10%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 31% trong 3 tháng qua, GMD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,8 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 20,1 lần. HSC cho rằng đây vẫn là mức định giá hấp dẫn.

Sự kiện: Giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây

Giá cổ phiếu GMD đã tăng 14% trong 1 tháng qua và 24% kể từ khi HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào vào ngày 30/7, tiến sát mức giá mục tiêu mà HSC đưa ra.

Trong khi đó, triển vọng lợi nhuận Q3/2025 của GMD khả quan nhờ sản lượng tăng mạnh, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tại Nam Đình Vũ và Gemalink sẽ tiếp tục tăng lần lượt 18% và 6% so với cùng kỳ đạt 393.000 TEU và 514.500 TEU. Trên cơ sở này, chúng tôi dự báo LNTT từ HKĐC cốt lõi Q3/2025 tăng 29% so với cùng kỳ, theo đó, LNTT từ HKĐC cốt lõi 9 tháng đầu năm 2025 đạt 2,0 nghìn tỷ đồng (tăng 38% so với cùng kỳ). Ngoài ra, lợi nhuận ròng Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025 dự báo đạt lần lượt 450 tỷ đồng (tăng 34% so với cùng kỳ) và 1.276 tỷ đồng (tăng 7% so với cùng kỳ).

Tác động: Duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025–2027 với lợi nhuận HKĐC cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 14%. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng LNTT từ HKĐC cốt lõi giai đoạn 2025–2027 đạt lần lượt 2,4 nghìn tỷ đồng, 2,6 nghìn tỷ đồng và 2,9 nghìn tỷ đồng, tương ứng tăng trưởng 21%, 9%, 12%. Động lực tăng trưởng lợi nhuận chính sẽ đến từ sản lượng gia tăng nhờ các tuyến dịch vụ mới cùng với việc mở rộng công suất khi cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 đi vào hoạt động từ Q4/2025 và Gemalink giai đoạn 2.1 bắt đầu vận hành từ năm 2027. Vui lòng tham khảo chi tiết giả định về dự báo lợi nhuận trong báo cáo '[Nâng khuyến nghị lên Mua vào; tiềm năng tăng giá 34%](#)' ngày 8/8/2025.

Định giá và khuyến nghị

GMD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,8 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 20,1 lần. HSC hạ khuyến nghị đối với GMD xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với giá mục tiêu mới theo phương pháp DCF là 76,100 (từ 75.200đ trước đó, tiềm năng tăng giá 9%). Lưu ý, chúng tôi đã điều chỉnh số lượng cổ phiếu đang lưu hành lên 426,5 triệu từ 420,2 triệu trước đó do đưa vào mô hình dự báo kế hoạch phát hành ESOP 6,3 triệu cổ phiếu (tương đương 1,5% tổng số cổ phiếu đang lưu hành) dự kiến thực hiện trong Q4/2025. Đồng thời, giả định beta cũng được điều chỉnh giảm nhẹ xuống 0,97 (theo cập nhật từ Bloomberg).

Tiềm năng KQKD và giá mục tiêu vượt dự báo của HSC bao gồm: (1) lợi nhuận tiềm năng từ thoái vốn mảng cao su, (2) khả năng Gemalink đạt công suất cao hơn như đã đề cập trong phần báo cáo nhanh về ngành ở trên. Rủi ro KQKD và giá mục tiêu thấp hơn dự báo của HSC sẽ xảy ra trong trường hợp GMD không được phê duyệt tăng giá dịch vụ xếp dỡ cảng biển trong khi chúng tôi hiện giả định mức tăng 10% trong Q4/2025.

(Xem tiếp trang 2)

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,767	2,218	2,860	3,280	3,541
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,222	1,459	1,595	1,768	1,946
EPS ĐC (đồng)	7,126	3,021	3,440	3,814	4,197
DPS (đồng)	2,551	2,216	1,478	1,478	1,478
BVPS (đồng)	27,975	29,919	31,821	34,302	37,179
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.8	12.4	10.6	9.14	8.02
P/E ĐC (lần)	9.82	23.2	20.3	18.4	16.7
Lợi suất cổ tức (%)	3.64	3.17	2.11	2.11	2.11
P/B (lần)	2.50	2.34	2.20	2.04	1.88
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	135	(57.6)	13.9	10.9	10.0
ROAE (%)	28.7	13.9	12.3	12.5	12.8

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

Tiềm năng KQKD và giá mục tiêu vượt dự báo của HSC bao gồm: (1) lợi nhuận tiềm năng từ thoái vốn mangan cao su, (2) khả năng Gemalink đạt công suất cao hơn như đã đề cập trong phần báo cáo nhanh về ngành ở trên. Rủi ro KQKD và giá mục tiêu thấp hơn dự báo của HSC sẽ xảy ra trong trường hợp GMD không được phê duyệt tăng giá dịch vụ xếp dỡ cảng biển trong khi chúng tôi hiện giả định mức tăng 10% trong Q4/2025.

Bảng 9: Định giá FCFF, GMD

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	1,388	2,161	2,428	2,746	3,000	3,420	3,767	4,151
Lợi nhuận thuần không sử dụng vốn vay	1,086	1,755	1,955	2,210	2,415	2,753	3,033	3,341
Cộng: khấu hao	395	406	441	565	574	594	616	638
Trừ: vốn đầu tư cơ bản	(1,068)	(1,598)	(2,810)	(10)	(10)	(10)	(11)	(11)
Trừ: tăng vốn lưu động	(729)	75	(113)	(807)	(876)	(901)	(974)	(922)
FCFF	(316)	637	(527)	1,958	2,103	2,436	2,664	3,045

Nguồn: HSC

Bảng 10: Tính toán giá mục tiêu, GMD

Giá mục tiêu mới của GMD là 76.100đ

Tính toán WACC		Tính toán DCF (triệu đồng)	Đơn vị	Giá trị giữa năm 2026
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		3.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	23,740
Beta	0.97	Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	Tỷ đồng	8,993
Chi phí vốn CSH	12.5%	Tổng giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng	32,733
Chi phí nợ sau thuế	7.1%	Cộng: tiền & đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	4,664
Tỷ trọng vốn CSH	76.4%	Trừ: nợ ngắn hạn + nợ dài hạn	Tỷ đồng	(3,451)
Tỷ trọng nợ	23.6%	Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	32,475.19
WACC	11.2%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	426.5
		Giá mục tiêu	Đồng/cp	76,144

Nguồn: HSC

Bảng 11: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn, GMD

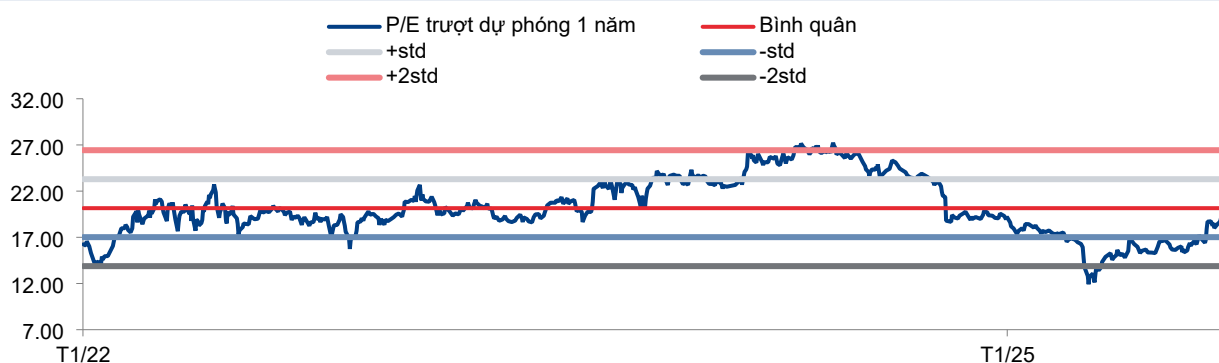
Kịch bản cơ sở giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

	Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	76,116	79,883	84,156	89,046	94,694
	3.5%	72,724	76,122	79,954	84,309	89,303
	4.0%	69,615	72,692	76,144	80,044	84,486
	4.5%	66,756	69,553	72,675	76,184	80,155
	5.0%	64,118	66,668	69,504	72,673	76,241

Nguồn: HSC

Biểu đồ 12: P/E trượt dự phóng 1 năm, GMD

GMD hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,8 lần, so với giá trị bình quân 3 năm ở mức 20,1 lần



Nguồn: HSC

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	5,310	6,069	6,854
Lợi nhuận gộp	1,776	2,162	2,310	2,597	3,053
Chi phí BH&QL	(660)	(816)	(807)	(922)	(1,042)
Thu nhập khác	(69.0)	(611)	(53.1)	(60.7)	(68.5)
Chi phí khác	53.1	262	26.5	30.3	34.3
EBIT	1,100	996	1,476	1,645	1,977
Lãi vay thuần	1,772	267	8.64	(97.7)	(40.2)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	272	816	926	1,071	989
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	3,144	2,080	2,410	2,618	2,926
Chi phí thuế TNDN	(642)	(174)	(290)	(302)	(378)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(280)	(446)	(526)	(548)	(603)
LNST không thường xuyên	-	(92.0)	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,222	1,459	1,595	1,768	1,946
Lợi nhuận thuần ĐC	2,158	1,251	1,467	1,627	1,790
EBITDA ĐC	1,767	2,218	2,860	3,280	3,541
EPS (đồng)	7,335	3,525	3,782	4,146	4,562
EPS ĐC (đồng)	7,126	3,021	3,440	3,814	4,197
DPS (đồng)	2,551	2,216	1,478	1,478	1,478
Slg CP bình quân (triệu đv)	303	414	422	426	426
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	306	414	426	426	426
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	306	414	426	426	426

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	3,526	3,410	4,558
Đầu tư ngắn hạn	356	1,021	1,116	1,275	1,440
Phải thu khách hàng	1,212	1,235	1,362	1,564	1,772
Hàng tồn kho	68.2	83.4	91.6	105	118
Các tài sản ngắn hạn khác	290	372	408	467	527
Tổng tài sản ngắn hạn	3,401	6,676	6,505	6,821	8,415
TSCĐ hữu hình	3,894	3,786	6,145	5,599	5,044
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	4,668	5,762	5,762
Tài sản dài hạn khác	1,107	1,719	1,888	2,151	2,423
Tổng tài sản dài hạn	10,141	11,310	14,384	15,199	14,921
Tổng cộng tài sản	13,542	17,986	20,889	22,019	23,336
Nợ ngắn hạn	446	422	464	530	599
Phải trả người bán	508	462	507	580	655
Nợ ngắn hạn khác	901	1,146	1,259	1,439	1,625
Tổng nợ ngắn hạn	1,936	2,107	2,315	2,646	2,988
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	417	477	539
Tổng nợ dài hạn	1,899	2,125	3,566	3,236	2,908
Tổng nợ phải trả	3,836	4,232	5,881	5,882	5,896
Vốn chủ sở hữu	8,558	12,386	13,572	14,630	15,857
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	15,008	16,137	17,440
Tổng nợ phải trả và VCSH	13,542	17,986	20,889	22,019	23,336
BVPS (đ)	27,975	29,919	31,821	34,302	37,179
Nợ thuần/(tiền mặt)	490	(1,797)	86.2	(121)	(1,590)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	1,100	996	1,476	1,645	1,977
Khấu hao	(395)	(406)	(459)	(565)	(574)
Lãi vay thuần	1,772	267	8.64	(97.7)	(40.2)
Thuế TNDN đã nộp	(625)	(242)	(290)	(302)	(378)
Thay đổi vốn lưu động	(836)	(5.03)	(450)	(767)	(760)
Khác	(2,268)	(681)	17.1	26.7	27.6
LCT thuần từ HKKD	(88.2)	1,647	2,371	1,942	2,109
Đầu tư TS dài hạn	(1,068)	(1,598)	(2,810)	(9.82)	(10.1)
Góp vốn & đầu tư	(803)	(1,224)	(876)	(1,094)	0
Thanh lý	2,447	382	0	0	0
Khác	437	944	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	1,013	(1,497)	(3,686)	(1,104)	(10.1)
Cổ tức trả cho CSH	(780)	(917)	(630)	(630)	(630)
Thu từ phát hành CP	45.2	3,059	62.1	0	0
Tăng/giảm nợ	(45.3)	220	1,445	(324)	(321)
Khác	(35.4)	(24.9)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(816)	2,337	877	(954)	(952)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,364	1,474	3,964	3,526	3,410
LCT thuần trong kỳ	109	2,487	(438)	(116)	1,148
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.49	3.15	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,474	3,964	3,526	3,410	4,558
Dòng tiền tự do	(1,156)	48.3	(439)	1,932	2,099

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	43.5	42.8	44.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	45.9	45.9	53.9	54.1	51.7
Tỷ suất LNT (%)	57.8	30.2	30.0	29.1	28.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.4	8.39	12.0	11.5	12.9
Tăng trưởng doanh thu (%)	(1.34)	25.6	9.88	14.3	12.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(4.16)	25.5	29.0	14.7	7.94
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	136	(42.0)	17.3	10.9	10.0
Tăng trưởng EPS (%)	122	(51.9)	7.27	9.63	10.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	135	(57.6)	13.9	10.9	10.0
Tăng trưởng DPS (%)	79.6	(13.1)	(33.3)	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	34.8	62.8	39.1	35.6	32.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	28.7	13.9	12.3	12.5	12.8
ROACE (%)	10.3	7.25	8.57	8.67	9.96
Vòng quay tài sản (lần)	0.29	0.31	0.27	0.28	0.30
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(0.08)	1.65	1.61	1.18	1.07
Số ngày tồn kho	12.0	11.4	11.2	11.0	11.4
Số ngày phải thu	214	169	166	164	170
Số ngày phải trả	89.6	63.1	61.7	61.0	62.9
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	5.78	(14.4)	0.70	(0.76)	(9.96)
Nợ/tài sản (%)	14.5	12.1	17.3	15.0	12.8
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	16.8	49.2
Nợ/EBITDA (lần)	1.32	1.55	1.87	1.49	1.17
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.76	3.17	2.81	2.58	2.82
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	5.90	5.70	5.70	4.94	4.14
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.8	12.4	10.6	9.14	8.02
P/E (lần)	9.54	19.9	18.5	16.9	15.3
P/E ĐC (lần)	9.82	23.2	20.3	18.4	16.7
P/B (lần)	2.50	2.34	2.20	2.04	1.88
Lợi suất cổ tức (%)	3.64	3.17	2.11	2.11	2.11

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

Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

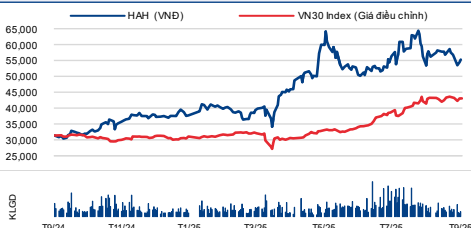
Giá mục tiêu: VNĐ65,200 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 18.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/9/2025)	55,000
Mã Bloomberg	HAH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	30,402-64,400
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	54,400
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	9,287
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	352
Slg CP lưu hành (tr.đv)	169
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	50.7
Slg CP NN được mua (tr.đv)	41.1
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	5.66%
Tỷ lệ freefloat	61.0%
Cổ đông lớn	tư và Vận tải Hải Hà (15.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(3.51)	7.98	75.2
So với chỉ số	(3.70)	(14.7)	27.8
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	5,632	5,494	2.5
2026F	4,996	5,407	(7.6)
2027F	5,701	5,738	(0.6)

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

Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng trên cơ sở định giá

- HSC nâng khuyến nghị đối với HAH lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) trên cơ sở định giá, khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 1 tháng qua và giảm 15% so với mức đỉnh (vào ngày 18/8) trong 3 tháng qua. Giá mục tiêu được giữ nguyên ở mức 65.200đ, tương đương tiềm năng tăng giá 19%.
- Chúng tôi duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 với lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 22%, chủ yếu được thúc đẩy bởi việc mở rộng công suất và giá cho thuê tàu cao hơn.
- HAH đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 5,3 lần, so với bình quân 3 năm từ tháng 1/2022 ở mức 3,8 lần. Chúng tôi kỳ vọng HAH sẽ được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong giai đoạn 2025–2027 so với giai đoạn 3 năm trước đó.

Sự kiện: Biến động giá cổ phiếu giúp định giá trở nên hấp dẫn

Giá cổ phiếu HAH đã giảm 4% trong 1 tháng qua và giảm 15% so với mức đỉnh (vào ngày 18/8) trong 3 tháng qua. Theo đó, với giá mục tiêu không đổi, cổ phiếu hiện có tiềm năng tăng giá 19%.

Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần Q3/2025 của HAH sẽ đạt mức cao 320 tỷ đồng (tăng 61% so với cùng kỳ, giảm 12% so với quý trước) nhờ công suất tăng, giá cho thuê tàu cải thiện và chi phí nhiên liệu giảm so với cùng kỳ. Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, lợi nhuận thuần dự kiến đạt 915 tỷ đồng (tăng 148% so với cùng kỳ), đạt 79% dự báo cả năm 2025 của HSC là 1,16 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 79%).

Tác động: Duy trì dự báo lợi nhuận

HSC duy trì dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025–2027. Theo đó, lợi nhuận thuần năm 2025 dự báo tăng trưởng 79% đạt 1,16 nghìn tỷ đồng. Lợi nhuận thuần năm 2026 dự báo giảm 11% xuống 1,03 nghìn tỷ đồng, do xung đột tại Biển Đỏ chấm dứt, kéo theo giá cho thuê tàu giảm trong năm tới. Cuối cùng, lợi nhuận thuần năm 2027 dự báo phục hồi, tăng trưởng 14% đạt 1,17 nghìn tỷ đồng, nhờ giá cho thuê tàu và nhu cầu thực tế cải thiện. Vui lòng tham khảo báo cáo [‘Giá cho thuê tàu duy trì ở mức cao nửa cuối năm; nâng khuyến nghị lên Năm giữ’](#) (ngày 22/8/2025) để biết thêm chi tiết các giả định về dự báo lợi nhuận và định giá.

Định giá và khuyến nghị.

HAH đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 5,3 lần, HSC nâng khuyến nghị đối với HAH lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) với giá mục tiêu giữ nguyên ở mức 65.200đ (tiềm năng tăng giá 19%). Tại giá mục tiêu này, HAH giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 6,2 lần.

Chúng tôi cho rằng HAH xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ, với lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm (giai đoạn 2024–2027) đạt 22%, cao hơn nhiều so với mức 13% trong giai đoạn 2021–2024. Bên cạnh đó, công suất đã tăng 46% so với bình quân 3 năm trước, đưa HAH trở thành hãng vận tải biển nội địa lớn nhất Việt Nam.

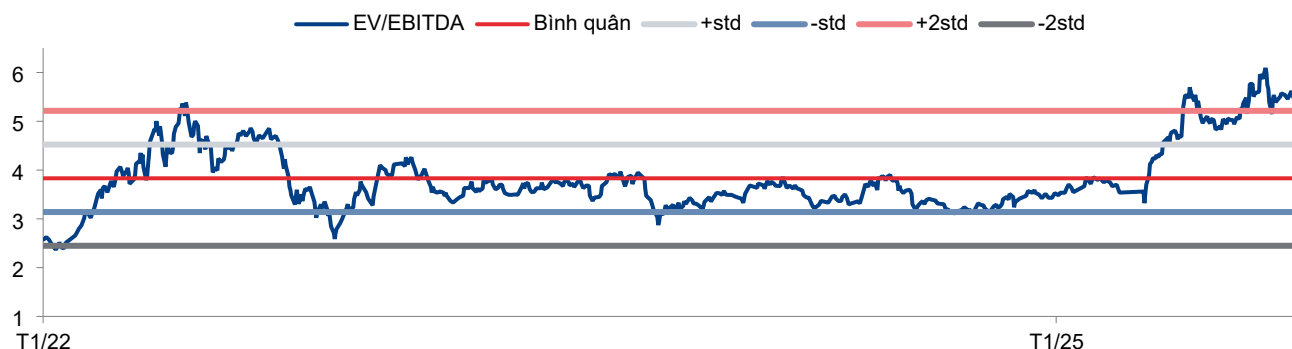
(Xem tiếp trang 2)

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	850	1,529	2,288	2,108	2,200
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	385	651	1,163	1,031	1,177
EPS ĐC (đồng)	3,349	4,797	5,632	4,996	5,701
DPS (đồng)	0	0	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	25,218	27,005	26,435	31,060	36,602
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.17	5.29	4.73	5.09	4.47
P/E ĐC (lần)	16.4	11.5	9.76	11.0	9.65
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.82	1.82	1.82
P/B (lần)	2.18	2.04	2.08	1.77	1.50
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(67.9)	43.2	17.4	(11.3)	14.1
ROAE (%)	15.5	21.9	30.0	21.2	20.6

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

Biểu đồ 13: EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm, HAH

HAH hiện giao dịch với EV/EBITDA 1 năm ở mức 5,3 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 3,8 lần



Nguồn: HSC

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	5,107	4,640	4,890
Lợi nhuận gộp	611	1,267	1,835	1,677	1,845
Chi phí BH&QL	(125)	(211)	(145)	(200)	(211)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	486	1,056	1,691	1,477	1,634
Lãi vay thuần	(53.6)	(94.1)	(86.9)	(58.6)	(15.3)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	14.9	18.3	20.2	22.2	24.4
Lợi nhuận khác	2.99	(3.15)	(4.03)	(3.66)	(3.85)
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	450	977	1,620	1,437	1,640
Chi phí thuế TNDN	(92.2)	(177)	(219)	(194)	(222)
Lợi ích cổ đông thiểu số	27.1	(150)	(238)	(211)	(241)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	385	651	1,163	1,031	1,177
Lợi nhuận thuần ĐC	353	582	1,049	931	1,062
EBITDA ĐC	850	1,529	2,288	2,108	2,200
EPS (đồng)	3,648	5,361	6,886	6,107	6,970
EPS ĐC (đồng)	3,349	4,797	5,632	4,996	5,701
DPS (đồng)	0	0	1,000	1,000	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	106	121	169	169	169
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	106	121	169	169	169
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	106	121	186	186	186

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	245	922	669	783	3,595
Đầu tư ngắn hạn	72.5	70.5	182	166	175
Phải thu khách hàng	1,005	504	1,511	3,044	3,657
Hàng tồn kho	97.1	87.8	102	92.8	97.8
Các tài sản ngắn hạn khác	180	168	281	255	269
Tổng tài sản ngắn hạn	1,600	1,753	2,746	4,341	7,793
TSCĐ hữu hình	2,869	4,566	4,997	4,476	3,967
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	86.1	80.1	83.3
Đầu tư vào Cty LD,LK	135	153	227	207	218
Tài sản dài hạn khác	701	772	770	659	850
Tổng tài sản dài hạn	3,759	5,537	6,085	5,425	5,122
Tổng cộng tài sản	5,359	7,290	8,831	9,766	12,915
Nợ ngắn hạn	394	532	445	387	337
Phải trả người bán	155	206	270	245	259
Nợ ngắn hạn khác	290	357	506	460	484
Tổng nợ ngắn hạn	937	1,210	1,376	1,233	1,229
Nợ dài hạn	993	1,798	1,747	1,834	3,811
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	258	310	310	310	310
Tổng nợ dài hạn	1,251	2,108	2,058	2,144	4,121
Tổng nợ phải trả	2,188	3,318	3,434	3,377	5,350
Vốn chủ sở hữu	2,661	3,277	4,464	5,245	6,181
Lợi ích cổ đông thiểu số	510	695	933	1,144	1,384
Tổng vốn chủ sở hữu	3,171	3,972	5,396	6,389	7,565
Tổng nợ phải trả và VCSH	5,359	7,290	8,831	9,766	12,915
BVPS (đ)	25,218	27,005	26,435	31,060	36,602
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,141	1,408	1,523	1,438	553

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	486	1,056	1,691	1,477	1,634
Khấu hao	(364)	(473)	(597)	(631)	(565)
Lãi vay thuần	(53.6)	(94.1)	(86.9)	(58.6)	(15.3)
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)	(70.7)	(40.1)	5.21
LCT thuần từ HKKD	536	1,405	906	760	1,590
Đầu tư TS dài hạn	(866)	(1,698)	(1,642)	(1,644)	(612)
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)	(1,639)	(1,641)	(609)
Cổ tức trả cho CSH	(9.76)	(0.02)	(130)	(169)	(169)
Thu từ phát hành CP	22.6	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	147	1,029	(138)	28.2	1,927
Khác	(90.4)	(99.5)	747	1,136	73.8
LCT thuần từ HĐTC	69.4	930	480	995	1,832
Tiền & tương đương tiền đầu kì	415	245	922	669	783
LCT thuần trong kỳ	(170)	675	(252)	114	2,812
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.35	1.63	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	245	922	669	783	3,595
Dòng tiền tự do	(330)	(293)	(735)	(884)	977

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	35.9	36.1	37.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	32.5	38.3	44.8	45.4	45.0
Tỷ suất LNT (%)	14.7	16.3	22.8	22.2	24.1
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.5	18.1	13.5	13.5	13.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	(18.5)	52.8	27.9	(9.13)	5.37
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(46.4)	79.8	49.7	(7.88)	4.36
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(51.8)	64.7	80.3	(11.3)	14.1
Tăng trưởng EPS (%)	(68.8)	47.0	28.4	(11.3)	14.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(67.9)	43.2	17.4	(11.3)	14.1
Tăng trưởng DPS (%)	-	nm	nm	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	14.5	16.4	14.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	15.5	21.9	30.0	21.2	20.6
ROACE (%)	11.3	20.1	25.0	18.5	16.2
Vòng quay tài sản (lần)	0.50	0.63	0.63	0.50	0.43
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.10	1.33	0.54	0.51	0.97
Số ngày tồn kho	17.7	11.8	11.4	11.4	11.7
Số ngày phải thu	183	67.6	169	375	438
Số ngày phải trả	28.3	27.5	30.1	30.2	31.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	42.9	43.2	34.2	27.4	8.98
Nợ/tài sản (%)	25.9	32.1	24.9	22.8	32.1
EBIT/lãi vay (lần)	9.06	11.2	19.5	25.2	106
Nợ/EBITDA (lần)	1.63	1.53	0.96	1.05	1.89
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.71	1.45	1.99	3.52	6.34
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.66	2.02	2.12	2.31	2.01
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.17	5.29	4.73	5.09	4.47
P/E (lần)	15.1	10.3	7.99	9.01	7.89
P/E ĐC (lần)	16.4	11.5	9.76	11.0	9.65
P/B (lần)	2.18	2.04	2.08	1.77	1.50
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.82	1.82	1.82

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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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

