

Cảng biển & Vận tải biển: Triển vọng tích cực; GMD là lựa chọn hàng đầu

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

- Sản lượng tại các cảng container trọng điểm trong Q3/2025 tăng 9% so với cùng kỳ đạt 6,8 triệu TEU dù hoạt động đẩy mạnh xuất hàng đã kết thúc từ ngày 7/8, nhiều khả năng được hỗ trợ bởi mức thuế đối ứng cạnh tranh mà Việt Nam được hưởng. HSC kỳ vọng sản lượng hàng hóa qua cảng sẽ duy trì mạnh trong Q4/2025 và năm 2026.
- Mặc dù giá cho thuê tàu vẫn duy trì ở mức cao trong Q3/2025 đối với các hãng vận tải container, giá thuê này nhiều khả năng sẽ giảm trong năm 2026 khi tình hình gián đoạn tại khu vực Biển Đỏ hạ nhiệt, kéo theo nguồn cung tàu toàn cầu tăng và tạo áp lực lên giá cho thuê tàu.
- Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với GMD lên Mua vào, với giá mục tiêu mới 79.400đ (tiềm năng tăng giá 26%); việc giá cổ phiếu giảm sau KQKD Q3/2025 là cơ hội để NĐT tích lũy cổ phiếu này. Trong khi đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với HAH với giá mục tiêu mới 72.700đ (tiềm năng tăng giá 13%).

Đánh giá KQKD Q3/2025: GMD kém tích cực do các khoản mục không thường xuyên, HAH sát dự báo

Doanh nghiệp vận hành cảng biển GMD ghi nhận lợi nhuận thuần Q3/2025 đạt 315 tỷ đồng (giảm 6% so với cùng kỳ) trên doanh thu thuần 1,6 nghìn tỷ đồng (tăng 23% so với cùng kỳ). Lợi nhuận báo cáo kém tích cực do các khoản mục không thường xuyên, trong khi doanh thu thuần vượt dự báo của HSC nhờ sản lượng tốt hơn kỳ vọng (tăng 10% so với cùng kỳ).

Trong khi đó, HAH – doanh nghiệp vận tải container – ghi nhận lợi nhuận thuần Q3/2025 đạt 304 tỷ đồng (tăng 53% so với cùng kỳ) trên doanh thu thuần 1.348 tỷ đồng (tăng 19% so với cùng kỳ) – sát với dự báo của HSC. Lợi nhuận tăng mạnh so với cùng kỳ chủ yếu nhờ mở rộng đội tàu thông qua đầu tư tàu mới, giá cho thuê tàu cao hơn khi gia hạn hợp đồng, và chi phí nhiên liệu giảm.

Ngành Cảng biển: Triển vọng năm 2026 tích cực nhờ mức thuế đối ứng cạnh tranh

Lợi thế chi phí của Việt Nam so với các nước trong khu vực tiếp tục duy trì vững nhờ mức thuế đối ứng cạnh tranh Việt Nam khi xuất khẩu sang Mỹ. Đáng chú ý, lợi thế này đã chuyển hóa thành tăng trưởng sản lượng trong các tháng gần đây dù hiệu ứng đẩy mạnh xuất hàng đã kết thúc: Sản lượng container qua các cảng trọng điểm tăng 12% so với cùng kỳ trong tháng 8 và 7% so với cùng kỳ trong tháng 9. HSC giữ nguyên dự báo sản lượng hàng hóa qua các cảng trọng yếu của Việt Nam năm 2025 ở mức 26,3 triệu TEU, tăng trưởng 10% (riêng Q4/2025: 6,8 triệu TEU, tăng 9% so với cùng kỳ), đồng thời giữ nguyên dự báo sản lượng tăng trưởng mạnh trong năm 2026, với sản lượng dự kiến tăng trưởng 9% đạt 28,7 triệu TEU. Khả năng điều chỉnh tăng giá sản dịch vụ xếp dỡ tại các cảng nước sâu (vào cuối năm 2025) là động lực quan trọng giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận cho các doanh nghiệp khai thác cảng như GMD.

Vận tải biển: Giá cho thuê tàu đối mặt rủi ro giảm trong năm 2026

Thỏa thuận ngừng bắn tại Gaza ngày 10/10 – nếu được duy trì – sẽ giúp giảm gián đoạn trong khu vực, qua đó các hãng tàu nhiều khả năng sẽ dần quay lại tuyến kênh đào Suez, làm tăng nguồn cung tàu và gây áp lực giảm giá cho thuê tàu trong năm 2026. Mặc dù giá cho thuê tàu hiện tại vẫn duy trì vững nhưng xu hướng thị trường quay trở lại trạng thái bình thường sẽ gây áp lực xẹp đỡ tại các cảng 2026 của HAH. HSC giả định giá cho thuê tàu của HAH sẽ giảm 13% trong năm 2026, sau đó ổn định trở lại trong năm 2027.

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị đối với GMD lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 4% giá mục tiêu lên 79.400đ. Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 1 tháng qua, GMD đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,2 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 21,6 lần – theo chúng tôi đây là mức định giá hấp dẫn. Với tiềm năng tăng giá 26% tại giá mục tiêu mới, GMD là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong nhóm cổ phiếu Cảng biển & Vận tải biển. Trong khi đó, HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với HAH và tăng 12% giá mục tiêu lên 72.700đ (tiềm năng tăng giá 13%). HAH đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 6,1 lần, cao hơn đáng kể so với bình quân 3 năm ở mức 3,8 lần nhưng theo chúng tôi là hợp lý, nhờ mở rộng hoạt động giúp nâng cao tốc độ tăng trưởng bền vững.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 25/11.

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	63,200	Mua vào	Tăng tỷ trọng	79,400	4.34	25.6	17.3	14.8	16.0	12.5	2.34	2.34
HAH	64,600	Tăng tỷ trọng	-	72,700	11.5	12.5	9.08	10.1	5.30	5.67	1.55	1.55

Giá cổ phiếu tại ngày 21/11/2025.

Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Ngành cảng biển duy trì động lực tích cực; khuyến nghị Mua vào đối với GMD 3

Ngành Cảng biển: Sản lượng tiếp tục tăng trưởng mạnh sau giai đoạn đẩy mạnh xuất hàng 3

Vận tải biển: Giá cho thuê tàu duy trì vững trong Q3/2025 nhưng đối mặt rủi ro giảm trong năm 2026 4

Đánh giá KQKD Q3/2025 5

Dự báo lợi nhuận mới 6

Định giá và khuyến nghị 7

Báo cáo thành phần

CTCP Gemadept (GMD) 9

CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HAH) 15

Ngành cảng biển duy trì động lực tích cực; khuyến nghị Mua vào đối với GMD

HSC bỏ qua KQKD Q3/2025 kém tích cực của GMD do ảnh hưởng từ các khoản mục không thường xuyên. Quan điểm tích cực của chúng tôi đối với cổ phiếu được củng cố nhờ sản lượng qua cảng duy trì vững, là kết quả trực tiếp từ lợi thế thuế quan cạnh tranh của Việt Nam, cùng với động lực hỗ trợ từ khả năng điều chỉnh tăng giá sàn dịch vụ xếp dỡ tại các cảng nước sâu (vào cuối năm 2025). Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với GMD lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng); diễn biến giá cổ phiếu suy yếu gần đây là cơ hội mua vào hấp dẫn cho NĐT dài hạn. Trong khi đó, giá cho thuê tàu container đang đối mặt áp lực giảm trong năm 2026 khi nguồn cung thị trường dần quay trở lại trạng thái bình thường. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với HAH, với kỳ vọng rằng việc mở rộng đội tàu mạnh mẽ và liên tục sẽ giúp giảm thiểu tác động từ mặt bằng giá cho thuê tàu kém thuận lợi.

Ngành Cảng biển: Sản lượng tiếp tục tăng trưởng mạnh sau giai đoạn đẩy mạnh xuất hàng

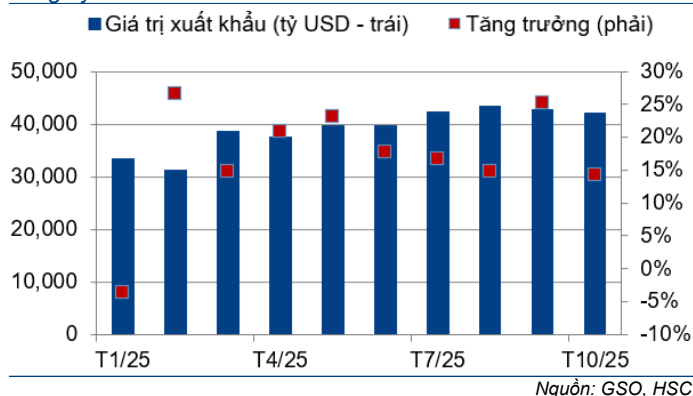
Ngành Cảng biển Việt Nam ghi nhận kết quả tích cực trong Q3/2025. Theo Hiệp hội Cảng biển Việt Nam, sản lượng hàng hóa qua các cảng chủ chốt của Việt Nam (chiếm khoảng 80% tổng sản lượng cả nước) tăng 9% so với cùng kỳ trong Q3/2025 đạt 6,8 triệu TEU. Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, tổng sản lượng qua các cảng chủ chốt này đạt 19,5 triệu TEU, tăng 11% so với cùng kỳ và tương đương 74% dự báo cả năm của HSC.

Đáng chú ý, dù hoạt động đẩy mạnh xuất hàng đã chấm dứt sau khi thời hạn hoãn thuế đối ứng hết hiệu lực vào ngày 7/8, sản lượng hàng hóa qua cảng của Việt Nam trong tháng 8 và tháng 9 vẫn tăng lần lượt 12% và 7% so với cùng kỳ đạt 2,4 triệu TEU và 2,1 triệu TEU.

Giá trị xuất khẩu và nhập khẩu của Việt Nam trong 10 tháng đầu năm 2025 tăng lần lượt 17% và 19% so với cùng kỳ đạt 390 tỷ USD và 371 tỷ USD. Trong tháng 9 và tháng 10/2025, dù hoạt động đẩy mạnh xuất hàng đã kết thúc, tổng kim ngạch thương mại vẫn đạt 164 tỷ USD, tăng mạnh 20% so với cùng kỳ.

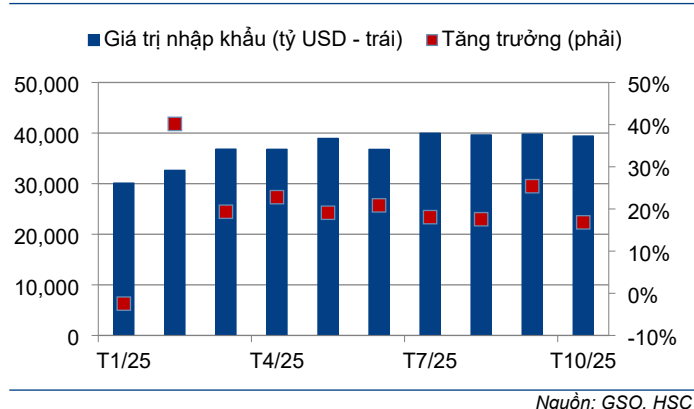
Biểu đồ 1: Giá trị xuất khẩu, Việt Nam

Trong 10 tháng đầu năm 2025, giá trị xuất khẩu tăng 17% so với cùng kỳ...



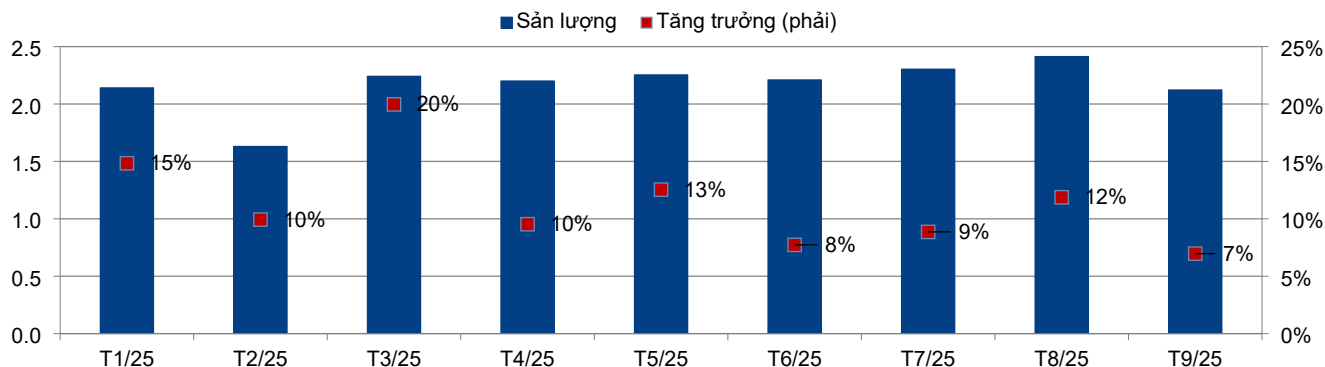
Biểu đồ 2: Giá trị nhập khẩu, Việt Nam

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



Biểu đồ 3: Sản lượng hàng hóa qua các cảng lớn tại Việt Nam

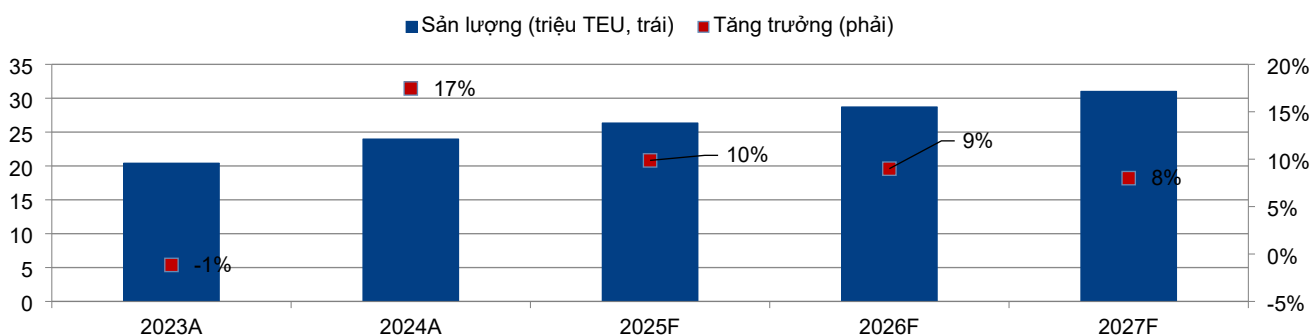
Các cảng lớn tại Việt Nam đã tiếp nhận 19,5 triệu TEU trong 9 tháng đầu năm 2025, tăng 11% so với cùng kỳ



Nguồn: Hiệp Hội Cảng Biển Việt Nam, HSC

Biểu đồ 4: Sản lượng hàng hóa qua các cảng chính của Việt Nam trong giai đoạn 2023A-2027F

HSC dự báo sản lượng hàng hóa qua cảng sẽ tăng trưởng tích cực ở mức 9% trong năm 2026



Nguồn: Hiệp Hội Cảng Biển Việt Nam, HSC

HSC cho rằng sản lượng hàng hóa qua cảng và kim ngạch thương mại duy trì tích cực, dù hiệu ứng đẩy mạnh xuất hàng đã giảm dần, là nhờ mức thuế đối ứng cạnh tranh mà Việt Nam được hưởng so với các đối thủ chính tại thị trường Mỹ. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam cũng đẩy mạnh đa dạng hóa sang các thị trường ngoài Mỹ nhằm giảm rủi ro tập trung một thị trường.

Cho cả năm 2025, HSC tiếp tục dự báo sản lượng container qua các cảng chủ chốt của Việt Nam đạt 26,3 triệu TEU, tăng trưởng 10%, tương ứng sản lượng Q4/2025 đạt 6,8 triệu TEU (tăng 9% so với cùng kỳ). Sang năm 2026, HSC kỳ vọng tổng sản lượng toàn ngành sẽ tiếp tục tăng trưởng vững chắc ở mức 9%, đạt 28,7 triệu TEU.

Vận tải biển: Giá cho thuê tàu duy trì vững trong Q3/2025 nhưng đối mặt rủi ro giảm trong năm 2026

Giá cho thuê tàu nhìn chung duy trì ổn định trong Q3/2025. Theo Clarkson – nhà cung cấp dịch vụ hàng hải lớn nhất thế giới – giá cho thuê tàu 1.700 TEU trong quý đạt bình quân khoảng 28.000–28.750 USD/ngày, tăng khoảng 15% so với cùng kỳ.

Mặc dù thỏa thuận ngừng bắn giữa Israel và Hamas đã được thiết lập từ ngày 10/10, chỉ số giá cho thuê tàu chỉ giảm nhẹ (có thể do thỏa thuận này vẫn còn mong manh). Bên cạnh đó, đối với tàu 1.700 TEU (loại tàu mà HAH khai thác chủ yếu), mặt bằng giá cho thuê tàu hầu như không thay đổi so với Q3/2025 do nguồn cung của phân khúc tàu này vẫn hạn chế. Theo Clarkson – nhà môi giới tàu biển lớn nhất thế giới – giá cho thuê tàu kỳ hạn 6–12 tháng đối với tàu 1.700 TEU trong tháng 10 đến nay nhìn chung không thay đổi so với mức bình quân Q3/2025.

Biểu đồ 5: Chỉ số Harpex charter rates

Chỉ số Harpex charter rates giảm nhẹ từ khi xung đột Biển Đỏ xảy ra



Nguồn: Harpetersen

Việc giá cho thuê tàu toàn cầu giảm chậm chủ yếu do rủi ro tấn công trở lại tại Biển Đỏ vẫn hiện hữu, khiến các hãng tàu lớn tiếp tục trì hoãn việc đưa tàu quay lại tuyến kênh đào Suez:

- Việc chuyển hướng tàu từ kênh đào Suez sang mũi Hảo Vọng đã hút khoảng 2 triệu TEU công suất, tương đương 6-7% nguồn cung toàn cầu.
- Nếu các hãng tàu quay trở lại tuyến Biển Đỏ hoàn toàn, lượng công suất này sẽ được bổ sung trở lại thị trường, có thể kéo mật bằng cước vận tải giảm mạnh – một kịch bản mà các hãng tàu nhiều khả năng sẽ cố gắng tránh càng lâu càng tốt.

Theo đó, HSC cho rằng việc các hãng tàu quay lại tuyến Biển Đỏ sẽ diễn ra dần dần trong thời gian tới. Chúng tôi dự kiến việc quay lại hoàn toàn sẽ diễn ra trong năm 2026 và mật bằng giá cho thuê tàu nhiều khả năng sẽ giảm so với cùng kỳ. Đối với HAH, HSC dự báo mật bằng giá cho thuê tàu bình quân sẽ giảm 13% trong năm 2026 do tiến độ đưa tàu quay lại tuyến kênh đào Suez diễn ra chậm. Điều này sẽ tạo áp lực lên lợi nhuận của các doanh nghiệp vận tải container.

Đánh giá KQKD Q3/2025

GMD và HAH ghi nhận KQKD Q3/2025 trái chiều. Lợi nhuận thuần của GMD giảm 6% so với cùng kỳ xuống 315 tỷ đồng (giảm 25% so với quý trước) do ảnh hưởng của một khoản mục không thường xuyên, trong khi lợi nhuận thuần của HAH tăng mạnh 53% so với cùng kỳ lên 304 tỷ đồng (giảm 16% so với quý trước) và sát với dự báo của HSC. Chi tiết như sau:

- Lợi nhuận thuần Q3/2025 của GMD đạt 315 tỷ đồng (giảm 6% so với cùng kỳ, giảm 25% so với quý trước) trong khi doanh thu thuần đạt 1,6 nghìn tỷ đồng (tăng 23% so với cùng kỳ, tăng 4% so với quý trước). Doanh thu thuần cao hơn dự báo của HSC nhờ sản lượng tốt hơn kỳ vọng, nhưng lợi nhuận thấp hơn dự báo do phát sinh khoản mục không thường xuyên và chi phí hoạt động tăng.
- Trong 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu thuần của GMD đạt 4,3 nghìn tỷ đồng, tương đương 82% dự báo trước đó của HSC. Trong khi đó, lợi nhuận thuần đạt 1,1 nghìn tỷ đồng (giảm 5% so với cùng kỳ) và LNTT từ HĐKD cốt lõi đạt 1,9 nghìn tỷ đồng, tăng 30% so với cùng kỳ và đạt 79% dự báo cả năm của HSC trước kỳ công bố KQKD – nhìn chung sát với dự báo do Q4 thường là quý yếu theo mùa vụ.
- GMD ghi nhận khoản chi phí không thường xuyên 123 tỷ đồng trong Q3/2025, chủ yếu liên quan đến các dự án cao su. Ngoài ra, tổng chi phí hoạt động của GMD là 1,4 nghìn tỷ đồng (tăng 55% so với cùng kỳ, tăng 13% so với quý trước) do (1) chi phí nhân công tăng khi công ty ghi nhận một phần chi phí khen thưởng năm 2025 vào Q3/2025 và (2) chi phí bán hàng & tiếp thị tăng

nhằm thúc đẩy sản lượng cho cảng Nam Đình Vũ (NDV) giai đoạn 3, bắt đầu vận hành từ cuối Q3/2025.

Dù lợi nhuận kém tích cực, sản lượng và doanh thu thuần trong Q3/2025 đều vượt kỳ vọng của HSC. Tổng sản lượng Q3/2025 của GMD (bao gồm cả cảng Gemalink) đạt 1,29 triệu TEU, tăng 10% so với cùng kỳ và 4% so với quý trước. Ngoài ra, sản lượng tháng 10 của GMD vẫn cao; trong đó, cảng NDV và cảng Gemalink (GIL, chưa niêm yết) lần lượt tiếp nhận xử lý 140.000 TEU (tăng 2% so với cùng kỳ và 27% so với tháng trước) và 180.000 TEU (tăng 29% so với cùng kỳ và 15% so với tháng trước). Tính chung 10 tháng đầu năm 2025, sản lượng của hai cảng này đạt lần lượt 1,26 triệu TEU (tăng 20% so với cùng kỳ) và 1,6 triệu TEU (tăng 9% so với cùng kỳ).

Bảng 6: Tóm tắt KQKD Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025, GMD

Trong Q3/2025, lợi nhuận thuần giảm 6% so với cùng kỳ trong khi LNTT cốt lõi tăng 9% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T25	So với cùng kỳ	Dự báo 2025 cũ	% hoàn thành dự báo cũ
Doanh thu thuần	1,560	23%	4%	4,334	26%	5,310	82%
Lợi nhuận thuần	315	-6%	-25%	1,141	-5%	1,595	72%
LNTT cốt lõi	635	9%	-6%	1,895	30%	2,410	79%

Nguồn: GMD, HSC ước tính

Bảng 7: Sản lượng container (TEUs), GMD

Sản lượng container qua cảng trong 10 tháng đầu năm tăng mạnh và cao hơn dự báo của HSC

Cảng	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T25	So với cùng kỳ	10T25	So với cùng kỳ
Nam Đình Vũ	373,000	11%	-4%	1,116,000	22%	1,256,000	20%
Gemalink	500,000	3%	11%	1,391,900	7%	1,571,900	9%
Phước Long	418,000	20%	4%	1,163,100	22%	N/a	N/a
Tổng cộng	1,291,000	10%	4%	3,671,000	16%	N/a	N/a

Nguồn: GMD, HSC

Bảng 8: Tóm tắt KQKD Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025, HAH

Lợi nhuận thuần Q3/2025 tăng 53% so với cùng kỳ và sát dự báo của HSC

Tỷ đồng	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T25	So với cùng kỳ	Dự báo 2025 cũ	% hoàn thành dự báo cũ
Doanh thu thuần	1,348	19%	6%	3,792	36%	5,107	74%
Lợi nhuận thuần	304	53%	-16%	899	143%	1,163	77%

Nguồn: HSC

- HAH ghi nhận lợi nhuận thuần Q3/2025 đạt 304 tỷ đồng (tăng 53% so với cùng kỳ, giảm 16% so với quý trước), sát với dự báo của HSC. Trong khi đó, doanh thu thuần Q3/2025 đạt 1.348 tỷ đồng (tăng 19% so với cùng kỳ, tăng 6% so với quý trước). Lợi nhuận tăng mạnh so với cùng kỳ chủ yếu nhờ mở rộng đội tàu, giá cho thuê tàu cao hơn khi giá hạn hợp đồng, và giá nhiên liệu giảm.

Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, lợi nhuận thuần đạt 899 tỷ đồng (tăng 143% so với cùng kỳ), bằng 77% dự báo cả năm của HSC. Doanh thu thuần đạt 3.792 tỷ đồng (tăng 36% so với cùng kỳ), đạt 74% dự báo cả năm của chúng tôi.

Lưu ý, HAH sẽ tổ chức ĐHCĐ bất thường vào ngày 8/12. Tại đây, công ty sẽ trình cổ đông thông qua việc điều chỉnh tăng kế hoạch HĐKD năm 2025. Theo đó, mục tiêu doanh thu sẽ được điều chỉnh tăng 11% lên 5.057 tỷ đồng (tăng trưởng 27%) và lợi nhuận thuần điều chỉnh tăng 32% lên 1.140 tỷ đồng (tăng trưởng 75%).

Dự báo lợi nhuận mới

HSC điều chỉnh nhẹ (dưới 5%) dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 cho GMD và HAH như sau:

- Đối với GMD**, chúng tôi giảm 3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 do các khoản mục không thường xuyên liên quan đến dự án cao su trong Q3/2025 và chi phí tăng thêm để thúc đẩy sản lượng tại NDV giai đoạn 3. Tuy nhiên, do đây là các khoản chi phí không thường xuyên, chúng tôi nâng bình quân 4% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027 nhờ tăng dự báo doanh thu.

- HSC hiện dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 1,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 6%, điều chỉnh giảm 3% dự báo) và LNTT từ HĐKD cốt lõi đạt 2,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18%, điều chỉnh giảm 2% dự báo). Lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 đạt lần lượt 1,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18%) và 2,0 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 11%). LNTT từ HĐKD cốt lõi các năm 2026- 2027 dự báo đạt lần lượt 2,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18%) và 3,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 12%). Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần và LNTT từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 12% và 16%.
- Đối với HAH**, HSC nâng bình quân 3% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, chủ yếu do tăng giả định giá cho thuê tàu trong bối cảnh tiến độ đưa tàu toàn cầu quay lại tuyến kênh đào Suez chậm hơn kỳ vọng. Lợi nhuận thuần năm 2025 của HAH dự báo tăng trưởng mạnh 85% đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh tăng 3% dự báo). Cho năm 2026, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần giảm 11% xuống 1,1 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh tăng 4% dự báo), do giảm giả định giá cho thuê tàu vì các tàu sẽ dần quay lại tuyến kênh đào Suez. Cho năm 2027, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ quay lại đà tăng trưởng, tăng trưởng 14% đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh tăng 4% dự báo).

Bảng 9: Điều chỉnh dự báo, GMD

Nâng dự báo doanh thu thuần giai đoạn 2025-2027 và nâng ước tính lợi nhuận thuần năm 2026-2027 trong khi hạ ước tính lợi nhuận 2025

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	5,310	6,069	6,854	5,983	6,839	7,650	13%	13%	12%
Lợi nhuận thuần	1,595	1,768	1,953	1,545	1,827	2,034	-3%	3%	4%
LNTT cốt lõi	2,410	2,618	2,935	2,351	2,781	3,105	-2%	6%	6%
Tăng trưởng									
Doanh thu thuần	10%	14%	13%	24%	14%	12%			
Lợi nhuận thuần	9%	11%	10%	6%	18%	11%			
LNTT cốt lõi	9%	12%	17%	18%	18%	12%			

Nguồn: HSC

Bảng 10: Điều chỉnh dự báo, HAH

Nâng bình quân 4% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Tăng trưởng	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025					
Doanh thu thuần	5,107	27.9%	5,142	0.7%	28.8%
Lợi nhuận thuần	1,163	78.6%	1,202	3.3%	84.6%
2026					
Doanh thu thuần	4,640	-9.1%	4,753	2.4%	-7.6%
Lợi nhuận thuần	1,031	-11.3%	1,076	4.3%	-10.5%
2027					
Doanh thu thuần	4,890	5.4%	5,010	2.5%	5.4%
Lợi nhuận thuần	1,177	14.2%	1,225	4.1%	13.9%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị đối với GMD lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với HAH. Cụ thể:

- Giá mục tiêu đối với GMD được điều chỉnh tăng 4% lên 79.400đ (tiềm năng tăng giá 26%) nhờ cập nhật dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm định giá sang cuối năm 2026.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 1 tháng qua do KQKD Q3/2025 kém hơn kỳ vọng, GMD đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,2 lần, thấp hơn bình quân 3 năm (từ tháng 11/2022) ở mức 21,6 lần – theo chúng tôi đây là mức định giá hấp dẫn. Mặc dù KQKD Q3/2025 kém hơn dự báo do chi phí không thường xuyên và thay đổi trong cách hạch toán, HĐKD cốt lõi của GMD vẫn duy trì vững. Theo đó đó, HSC cho rằng việc giá cổ phiếu giảm sau kỳ công bố KQKD là cơ hội hấp dẫn để NĐT mua vào cổ phiếu này.

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với HAH và tăng 12% giá mục tiêu lên 72.700đ (tiềm năng tăng giá 13%) nhờ nâng dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang cuối năm 2026.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 19% trong 1 tháng qua nhờ lợi nhuận Q3/2025 tăng trưởng mạnh, HAH đang giao dịch ở mức EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 6,1 lần, cao hơn bình quân 3 năm ở mức 3,8 lần. Tuy nhiên, HSC cho rằng HAH xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ tăng trưởng lợi nhuận mạnh với lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm (giai đoạn 2024-2027) đạt 23%, cao hơn nhiều so với mức 13% trong giai đoạn 2021-2024, được hỗ trợ bởi việc mở rộng công suất đáng kể. Công suất hiện tại của HAH đạt 29.300 TEU, gấp khoảng ba lần so với mức năm 2020.

- Đối với HAH, HSC sử dụng phương pháp định giá EV/EBITDA thay vì P/E như đối với GMD do chi phí khấu hao của HAH ở mức 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%.

Bảng 11: So sánh định giá, GMD và HAH

Nâng khuyến nghị lên Mua vào đối với GMD và duy trì khuyến nghị tăng tỷ trọng đối với HAH

Mã CK	Khuyến nghị cũ	Khuyến nghị mới	Giá mục tiêu cũ	Giá mục tiêu mới	P/E trượt dự phóng 1 năm	P/E bình quân (từ T11-2022)
GMD	Add	Buy	76,100	79,400	19.2	21.6
HAH	Add	Add	65,200	72,700	6.1	3.8

Nguồn: Bloomberg, HSC

Mua vào (giữ nguyên)

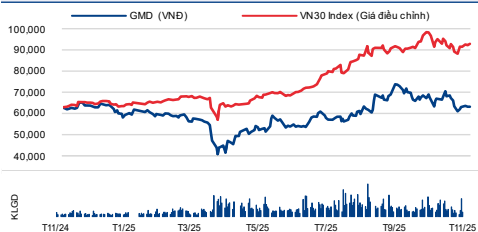
Giá mục tiêu: VNĐ79,400 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 25.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/11/2025)	63,200
Mã Bloomberg	GMD VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	40,841-74,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	63,220
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	26,557
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,008
Slg CP lưu hành (tr.đv)	420
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	206
Slg CP NN được mua (tr.đv)	25.5
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	42.9%
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	(4.24)	1.28	0.47
So với chỉ số	(3.44)	(0.05)	(32.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,332	3,676	(9.4)
2026F	3,941	4,061	(3.0)
2027F	4,387	4,407	(0.5)

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

Nâng khuyến nghị lên Mua vào sau khi giá giảm gần đây

- HSC nâng khuyến nghị đối với GMD lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và điều chỉnh tăng 4% giá mục tiêu lên 79.400đ (tiềm năng tăng giá 26%) từ 76.100đ trước đó, dựa trên dự báo lợi nhuận mới và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang cuối năm 2026.
- Chúng tôi giảm 3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025, trong khi nâng bình quân 4% cho các năm 2026-2027 nhờ tăng giả định sản lượng. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần và LNTT từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 12% và 16%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 1 tháng qua, GMD đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,2 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 21,6 lần – theo chúng tôi đây là mức định giá hấp dẫn. Khả năng điều chỉnh tăng giá sản dịch vụ xếp dỡ tại các cảng nước sâu sẽ là động lực hỗ trợ quan trọng.

Sự kiện: Đánh giá chi tiết KQKD Q3/2025 và sản lượng 10 tháng đầu năm 2025

Lợi nhuận thuần Q3/2025 đạt 315 tỷ đồng (giảm 6% so với cùng kỳ) trong khi doanh thu thuần đạt 1,6 nghìn tỷ đồng (tăng 23% so với cùng kỳ). Nếu không tính đến khoản lỗ không thường xuyên 123 tỷ đồng trong Q3/2025, LNTT từ HĐKD cốt lõi đạt 634 tỷ đồng, tăng 9% so với cùng kỳ nhưng vẫn thấp hơn 10% so với dự báo của HSC do chi phí nhân công tăng (một phần chi phí khen thưởng năm 2025 được ghi nhận sớm) và chi phí bán hàng & tiếp thị phục vụ việc đưa cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 vào vận hành. Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, LNTT từ HĐKD cốt lõi đạt 1.895 tỷ đồng (tăng 30% so với cùng kỳ), bằng 79% dự báo cả năm trước kỳ công bố KQKD của HSC – nhìn chung sát với dự báo do Q4 thường là quý yếu theo mùa vụ.

Đáng chú ý, sản lượng của GMD trong Q3/2025 cũng như 10 tháng đầu năm 2025 đều cao và vượt dự báo của HSC. Trong 10 tháng đầu năm, cảng ĐNV tiếp nhận xử lý 1,26 triệu TEU hàng hóa (tăng 20% so với cùng kỳ), trong khi Gemalink (GIL, chưa niêm yết) tiếp nhận xử lý 1,6 triệu TEU (tăng 9% so với cùng kỳ).

Tác động: Giảm dự báo năm 2025 nhưng nâng dự báo cho các năm 2026–2027

HSC điều chỉnh giảm 3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 1,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 6%) do ghi nhận chi phí hoạt động tăng lên khi ĐNV giai đoạn 3 đi vào hoạt động và do các khoản mục không thường xuyên phát sinh trong Q3/2025. Tuy nhiên, chúng tôi nâng bình quân 4% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026–2027 lên lần lượt 1,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18%) và 2,0 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 11%) nhờ tăng giả định sản lượng. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần và LNTT từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 12% và 16%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 1 tháng qua, nhiều khả năng do KQKD Q3/2025 kém tích cực, GMD hiện đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,2 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 21,6 lần – theo chúng tôi đây là mức định giá hấp dẫn. HSC điều chỉnh tăng 4% giá mục tiêu lên 79.400đ (tiềm năng tăng giá 26%) dựa trên cập nhật dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang cuối năm 2026, đồng thời nâng khuyến nghị đối với GMD lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng). Các động lực ngắn hạn gồm khả năng ghi nhận lợi nhuận một lần từ việc thoái vốn dự án cao su và khả năng điều chỉnh tăng giá sản dịch vụ xếp dỡ tại các cảng nước sâu (có thể được chấp thuận trong cuối năm nay).

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,767	2,218	2,771	3,391	3,701
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,222	1,459	1,545	1,827	2,034
EPS ĐC (đồng)	7,126	3,021	3,332	3,941	4,387
DPS (đồng)	2,551	2,216	1,478	1,478	1,478
BVPS (đồng)	27,975	29,919	31,704	34,328	37,404
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.7	11.1	9.97	8.06	6.94
P/E ĐC (lần)	8.87	20.9	19.0	16.0	14.4
Lợi suất cổ tức (%)	4.04	3.51	2.34	2.34	2.34
P/B (lần)	2.26	2.11	1.99	1.84	1.69
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	135	(57.6)	10.3	18.3	11.3
ROAE (%)	28.7	13.9	11.9	13.0	13.3

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

Định giá hấp dẫn + tăng trưởng vững chắc = Mua vào

HSC nâng khuyến nghị đối với GMD lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và điều chỉnh tăng 4% giá mục tiêu lên 79.400đ (tiềm năng tăng giá 26%) dựa trên cập nhật dự báo lợi nhuận và điều chỉnh một số giả định trong định giá. KQKD Q3/2025 kém hơn dự báo do các khoản chi phí không thường xuyên liên quan đến dự án cao su, chi phí bán hàng & tiếp thị tăng để thúc đẩy sản lượng tại NĐV giai đoạn 3, và thay đổi thời điểm ghi nhận chi phí khen thưởng năm 2025; quan trọng hơn, sản lượng vẫn duy trì mạnh và vượt kỳ vọng của HSC. Theo đó, HSC cho rằng đợt điều chỉnh giá cổ phiếu gần đây là cơ hội hấp dẫn để NĐT mua vào cổ phiếu này.

Dự báo lợi nhuận mới

Lợi nhuận thuần Q3/2025 đạt 315 tỷ đồng (giảm 6% so với cùng kỳ) trong khi doanh thu thuần đạt 1,6 nghìn tỷ đồng (tăng 23% so với cùng kỳ). Nếu không tính đến khoản lỗ không thường xuyên 123 tỷ đồng trong Q3/2025, LNTT từ HĐKD cốt lõi đạt 634 tỷ đồng, tăng 9% so với cùng kỳ nhưng vẫn thấp hơn 10% so với dự báo của HSC do chi phí nhân công tăng (một phần chi phí khen thưởng năm 2025 được ghi nhận sớm) và chi phí bán hàng & tiếp thị tăng nhằm phục vụ việc đưa cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 vào vận hành. Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, lợi nhuận thuần đạt 1.141 tỷ đồng (giảm 5% so với cùng kỳ) trong khi LNTT từ HĐKD cốt lõi đạt 1.895 tỷ đồng (tăng 30% so với cùng kỳ), tương đương 79% dự báo cả năm trước kỳ công bố KQKD của HSC – nhìn chung sát với dự báo do Q4 thường là quý yếu theo mùa vụ.

Đáng chú ý, sản lượng của GMD trong Q3/2025 cũng như 10 tháng đầu năm 2025 đều cao và vượt dự báo của HSC. Trong 10 tháng đầu năm, cảng NĐV tiếp nhận xử lý 1,26 triệu TEU hàng hóa (tăng 20% so với cùng kỳ) trong khi Gemalink (GIL, chưa niêm yết) tiếp nhận xử lý 1,6 triệu TEU (tăng 9% so với cùng kỳ).

Bảng 12: Tóm tắt KQKD Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025, GMD

Trong Q3/2025, lợi nhuận thuần giảm 6% so với cùng kỳ trong khi LNTT cốt lõi tăng 9% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T25	So với cùng kỳ	Dự báo 2025 cũ	% hoàn thành dự báo cũ
Doanh thu thuần	1,560	23%	4%	4,334	26%	5,310	82%
Lợi nhuận thuần	315	-6%	-25%	1,141	-5%	1,595	72%
LNTT cốt lõi	635	9%	-6%	1,895	30%	2,410	79%

Nguồn: GMD, HSC ước tính

Bảng 13: Điều chỉnh dự báo, GMD

Nâng dự báo doanh thu thuần giai đoạn 2025-2027 và nâng ước tính lợi nhuận thuần năm 2026-2027 trong khi hạ ước tính lợi nhuận 2025

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	5,310	6,069	6,854	5,983	6,839	7,650	13%	13%	12%
Lợi nhuận thuần	1,595	1,768	1,953	1,545	1,827	2,034	-3%	3%	4%
LNTT cốt lõi	2,410	2,618	2,935	2,351	2,781	3,105	-2%	6%	6%
Tăng trưởng									
Doanh thu thuần	10%	14%	13%	24%	14%	12%			
Lợi nhuận thuần	9%	11%	10%	6%	18%	11%			
LNTT cốt lõi	9%	12%	17%	18%	18%	12%			

Nguồn: HSC

Dựa trên các xu hướng ghi nhận trong KQKD Q3/2025 và triển vọng thời gian tới, HSC điều chỉnh tăng bình quân 13% dự báo doanh thu thuần giai đoạn 2025-2027 nhờ sản lượng 10 tháng đầu năm 2025 cao hơn kỳ vọng. Theo đó, dự báo mới của chúng tôi cho thấy LNTT từ HĐKD cốt lõi các năm 2025, 2026, 2027 tăng trưởng lần lượt 18%, 18%, 12% đạt 2.351 tỷ đồng (điều chỉnh giảm 2% dự báo), 2.781 tỷ đồng (điều chỉnh tăng 6%) và 3.105 tỷ đồng (điều chỉnh tăng 6%), tương ứng tốc độ CAGR 3 năm đạt 16%. Động lực chính cho tăng trưởng doanh thu đến từ sản lượng hàng hóa qua cảng tăng và việc đưa vào hoạt động NĐV giai đoạn 3 từ ngày 30/9/2025 và Gemalink giai đoạn 2 từ nửa cuối năm 2027. Đồng thời, chúng tôi đã đưa vào mô hình

dự báo lợi nhuận giả định tăng 10% giá sản dịch vụ xếp dỡ tại các cảng nước sâu từ Q1/2026.

Trong khi đó, HSC điều chỉnh giảm 3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 do khoản lỗ không thường xuyên liên quan đến các dự án cao su trong Q3/2025 và chi phí tăng thêm để thúc đẩy sản lượng tại NĐV giai đoạn 3. Tuy nhiên, do đây là các khoản chi phí không thường xuyên, chúng tôi nâng bình quân 4% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027 nhờ tăng dự báo doanh thu.

Bảng 14: Điều chỉnh dự báo sản lượng, GMD

Chúng tôi điều chỉnh tăng sản lượng container do sản lượng 10 tháng đầu năm 2025 cao hơn dự báo

	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Nam Đình Vũ	1,400	1,700	1,950	1,546	1,846	2,096	10%	9%	7%
Gemalink	1,850	1,950	2,200	1,916	2,012	2,250	4%	3%	2%
Phước Long	1,386	1,413	1,484	1,601	1,633	1,715	16%	16%	16%
Tổng cộng	4,636	5,063	5,634	5,063	5,491	6,061	9%	8%	8%
Tăng trưởng									
Nam Đình Vũ	4%	21%	15%	15%	19%	14%			
Gemalink	6%	5%	13%	10%	5%	12%			
Phước Long	3%	2%	5%	19%	2%	5%			
Tổng cộng	5%	9%	11%	14%	8%	10%			

Nguồn: HSC

Dự báo mới cho năm 2025

HSC điều chỉnh tăng 13% dự báo doanh thu thuần năm 2025 lên 6,0 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 24%) chủ yếu nhờ tăng 9% giả định sản lượng. Chúng tôi điều chỉnh giảm 3% dự báo lợi nhuận thuần xuống 1,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 6%) do phản ánh khoản chi phí không thường xuyên 123 tỷ đồng trong Q3/2025, chủ yếu liên quan đến các dự án cao su và chi phí phát sinh khi đưa NĐV giai đoạn 3 vào hoạt động. LNTT từ HĐKD cốt lõi dự báo đạt 2,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18%, điều chỉnh giảm 2% dự báo). LNTT từ HĐKD cốt lõi dự kiến tăng trưởng mạnh là nhờ sản lượng tăng 14% đạt 5,06 triệu TEU trong bối cảnh nhu cầu cải thiện và việc đưa NĐV giai đoạn 3 vào hoạt động từ cuối tháng 9.

Dự báo mới cho năm 2026

HSC điều chỉnh tăng 13% dự báo doanh thu thuần năm 2026 lên 6,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 14%). Chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 6% & 3% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi & lợi nhuận thuần lên 2,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18%) và 1,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18%) nhờ nâng giả định sản lượng.

HSC điều chỉnh tăng 8% dự báo tổng sản lượng lên 5,5 triệu TEU (tăng trưởng 8%). Động lực chính cho tăng trưởng sản lượng của GMD sẽ là cảng NĐV, với sản lượng dự báo tăng trưởng 19% đạt 1,8 triệu TEU nhờ hoạt động của NĐV giai đoạn 3; trong khi đó, sản lượng của Gemalink và Phước Long dự báo chỉ tăng trưởng nhẹ lần lượt 5% và 2% đạt 2,0 triệu và 1,6 triệu TEU do hạn chế về công suất.

Dự báo mới cho năm 2027

HSC điều chỉnh tăng 12% dự báo doanh thu thuần năm 2027 lên 7,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 12%). Chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 6% & 4% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi & lợi nhuận thuần lên 3,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 12%) và 2,0 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 11%) nhờ nâng giả định sản lượng. HSC điều chỉnh tăng 8% dự báo tổng sản lượng container lên 6,1 triệu TEU (tăng trưởng 10%).

Do GMD có kế hoạch khởi công GIL giai đoạn 2A vào đầu năm 2026 và đưa vào hoạt động từ nửa cuối năm 2027, chúng tôi dự báo sản lượng của GIL sẽ tăng trưởng 12% trong năm 2027 đạt 2,3 triệu TEU. Trong khi đó, sản lượng của NĐV và Phước Long dự báo tăng trưởng lần lượt 14% và 5% đạt 2,1 triệu TEU và 1,7 triệu TEU. Việc mở rộng GIL và nâng cao công suất hoạt động tại cảng NĐV sẽ là các động lực chính thúc đẩy lợi nhuận của GMD trong năm 2027.

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị đối với GMD lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 4% giá mục tiêu lên 79.400đ (tiềm năng tăng giá 26%) do cập nhật dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang cuối năm 2026.

Chúng tôi giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%, và hệ số beta 1,0; theo đó, giả định WACC duy trì ở mức 11,1%. Chúng tôi cũng giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 3,0%.

Bảng 15: Định giá FCFF, GMD

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	1,388	2,161	2,461	2,897	3,165	3,519	3,732	4,122
Lợi nhuận thuần không sử dụng vốn vay	1,086	1,755	1,981	2,332	2,548	2,833	3,004	3,318
Cộng: khấu hao	395	406	424	528	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	(327)	(932)	(996)	(1,023)	(1,102)	(979)
FCFF	(316)	637	(731)	1,919	2,117	2,394	2,507	2,966

Nguồn: HSC

Bảng 16: Giá mục tiêu, GMD

Giá mục tiêu mới của GMD là 79.400đ

Tính toán WACC		Tính toán DCF (triệu đồng)	Đơn vị	Giá trị cuối năm 2026
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	24,683
Beta	1.0	Giá trị hiện tại của dòng tiền	Tỷ đồng	9,535
Chi phí vốn CSH	12.4%	Tổng giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng	34,218
Chi phí nợ sau thuế	7.1%	Cộng: tiền & đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	4,498
Tỷ trọng vốn CSH	76.0%	Trừ: nợ ngắn hạn + nợ dài hạn	Tỷ đồng	(3,356)
Tỷ trọng nợ	24.0%	Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	33,853
WACC	11.1%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	426.5
		Giá mục tiêu	Đồng/cp	79,374

Nguồn: HSC

Bảng 17: 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%

Đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	79,025	82,964	87,438	92,565	98,499
	3.5%	75,634	79,191	83,208	87,779	93,030
	4.0%	72,526	75,752	79,374	83,472	88,146
	4.5%	69,669	72,604	75,885	79,576	83,759
	5.0%	67,032	69,713	72,695	76,034	79,796

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 1 tháng qua, nhiều khả năng do KQKD Q3/2025 kém hơn kỳ vọng, GMD đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,2 lần, thấp hơn bình quân 3 năm (từ tháng 11/2022) ở mức 21,6 lần – theo chúng tôi đây là mức định giá hấp dẫn.

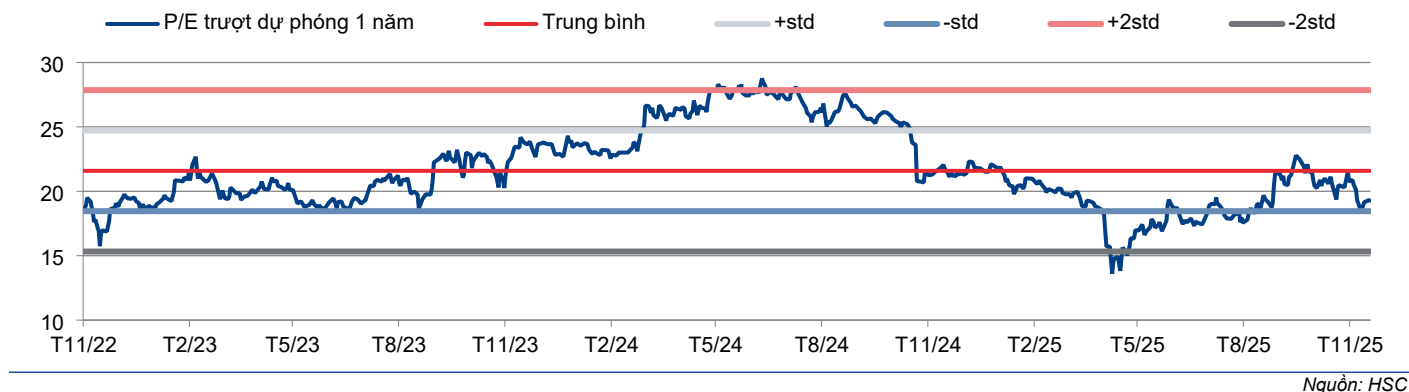
HSC ưa thích GMD nhờ mức định giá hấp dẫn, triển vọng tăng trưởng lợi nhuận dài hạn đến từ các dự án đầu tư mới (NĐV giai đoạn 3 và Gemalink giai đoạn 2), đội ngũ BLĐ giàu kinh nghiệm và có tầm nhìn, cùng chiến lược dài hạn hợp lý. Mặc dù KQKD Q3/2025 kém hơn dự báo do chi phí không thường xuyên và thay đổi trong cách hạch toán, HĐKD cốt lõi của GMD vẫn duy trì vững chắc. Theo đó, HSC cho rằng đợt điều chỉnh giá cổ phiếu sau kỳ công bố KQKD là cơ hội hấp dẫn để NĐT mua vào cổ phiếu này.

Trong ngắn hạn, khả năng ghi nhận lợi nhuận một lần từ việc thoái vốn các dự án cao su và khả năng điều chỉnh tăng giá sản dịch vụ xếp dỡ tại các cảng nước sâu sẽ là các động lực hỗ trợ giá cổ phiếu. GMD đang trong quá trình hoàn tất việc thoái vốn

các dự án cao su, đồng thời kỳ vọng đề xuất điều chỉnh tăng giá sản dịch vụ xếp dỡ tại các cảng nước sâu của Việt Nam sẽ được chấp thuận trong Q4/2025 và áp dụng từ đầu năm 2026. Lưu ý, mô hình dự báo của HSC chưa phản ánh lợi nhuận từ việc thoái vốn dự án cao su, nhưng đã đưa vào giả định tăng 10% giá sản dịch vụ xếp dỡ tại các cảng nước sâu trong năm 2026.

Biểu đồ 18: P/E trượt dự phóng 1 năm, GMD, GMD

GMD đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,2 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 21,6 lần



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	5,983	6,839	7,650
Lợi nhuận gộp	1,776	2,162	2,437	2,854	3,208
Chi phí BH&QL	(660)	(816)	(1,017)	(1,163)	(1,301)
Thu nhập khác	(69.0)	(611)	(141)	(68.4)	(76.5)
Chi phí khác	53.1	262	26.4	34.2	38.3
EBIT	1,100	996	1,305	1,657	1,869
Lãi vay thuần	1,772	267	4.88	(82.0)	(21.9)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	272	816	1,041	1,206	1,258
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	3,144	2,080	2,351	2,781	3,105
Chi phí thuế TNDN	(642)	(174)	(282)	(307)	(360)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(280)	(446)	(524)	(647)	(711)
LNST không thường xuyên	-	(92.0)	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,222	1,459	1,545	1,827	2,034
Lợi nhuận thuần ĐC	2,158	1,251	1,421	1,681	1,871
EBITDA ĐC	1,767	2,218	2,771	3,391	3,701
EPS (đồng)	7,335	3,525	3,663	4,283	4,768
EPS ĐC (đồng)	7,126	3,021	3,332	3,941	4,387
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	3,187	3,061	4,284
Đầu tư ngắn hạn	356	1,021	1,257	1,437	1,607
Phải thu khách hàng	1,212	1,235	1,541	1,768	1,983
Hàng tồn kho	68.2	83.4	103	118	132
Các tài sản ngắn hạn khác	290	372	460	526	588
Tổng tài sản ngắn hạn	3,401	6,676	6,549	6,910	8,595
TSCĐ hữu hình	3,894	3,786	6,180	5,670	5,115
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	4,666	5,757	5,757
Tài sản dài hạn khác	1,107	1,719	2,108	2,403	2,684
Tổng tài sản dài hạn	10,141	11,310	14,636	15,517	15,247
Tổng cộng tài sản	13,542	17,986	21,185	22,427	23,842
Nợ ngắn hạn	446	422	523	597	668
Phả trả người bán	508	462	572	653	731
Nợ ngắn hạn khác	901	1,146	1,419	1,622	1,814
Tổng nợ ngắn hạn	1,936	2,107	2,609	2,982	3,336
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	470	538	601
Tổng nợ dài hạn	1,899	2,125	3,619	3,296	2,970
Tổng nợ phải trả	3,836	4,232	6,228	6,278	6,306
Vốn chủ sở hữu	8,558	12,386	13,521	14,641	15,953
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	14,957	16,149	17,536
Tổng nợ phải trả và VCSH	13,542	17,986	21,185	22,427	23,842
BVPS (đ)	27,975	29,919	31,704	34,328	37,404
Nợ thuần/(tiền mặt)	490	(1,797)	484	295	(1,247)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	1,100	996	1,305	1,657	1,869
Khấu hao	(395)	(406)	(424)	(528)	(574)
Lãi vay thuần	1,772	267	4.88	(82.0)	(21.9)
Thuế TNDN đã nộp	(625)	(242)	(282)	(307)	(360)
Thay đổi vốn lưu động	(836)	(5.03)	(890)	(836)	(783)
Khác	(2,268)	(681)	40.8	30.1	28.5
LCT thuần từ HKKD	(88.2)	1,647	1,971	1,921	2,182
Đầu tư TS dài hạn	(1,068)	(1,598)	(2,810)	(9.82)	(10.1)
Góp vốn & đầu tư	(803)	(1,224)	(874)	(1,091)	0
Thanh lý	2,447	382	0	0	0
Khác	437	944	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	1,013	(1,497)	(3,684)	(1,101)	(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	1,504	(315)	(319)
Khác	(35.4)	(24.9)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(816)	2,337	936	(946)	(949)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,364	1,474	3,964	3,187	3,061
LCT thuần trong kỳ	109	2,487	(777)	(126)	1,222
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.49	3.15	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,474	3,964	3,187	3,061	4,284
Dòng tiền tự do	(1,156)	48.3	(839)	1,911	2,172

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	40.7	41.7	41.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	45.9	45.9	46.3	49.6	48.4
Tỷ suất LNT (%)	57.8	30.2	25.8	26.7	26.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.4	8.39	12.0	11.0	11.6
Tăng trưởng doanh thu (%)	(1.34)	25.6	23.8	14.3	11.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(4.16)	25.5	24.9	22.4	9.15
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	136	(42.0)	13.6	18.3	11.3
Tăng trưởng EPS (%)	122	(51.9)	3.89	17.0	11.3
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	135	(57.6)	10.3	18.3	11.3
Tăng trưởng DPS (%)	79.6	(13.1)	(33.3)	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	34.8	62.8	40.3	34.5	31.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	28.7	13.9	11.9	13.0	13.3
ROACE (%)	10.3	7.25	7.58	8.72	9.36
Vòng quay tài sản (lần)	0.29	0.31	0.31	0.31	0.33
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(0.08)	1.65	1.51	1.16	1.17
Số ngày tồn kho	12.0	11.4	10.6	10.8	10.8
Số ngày phải thu	214	169	159	162	163
Số ngày phải trả	89.6	63.1	58.8	59.8	60.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	5.78	(14.4)	3.65	2.09	(7.74)
Nợ/tài sản (%)	14.5	12.1	17.4	15.0	12.8
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	20.2	85.4
Nợ/EBITDA (lần)	1.32	1.55	2.13	1.54	1.25
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.76	3.17	2.51	2.32	2.58
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	5.36	5.11	4.62	4.00	3.36
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.7	11.1	9.97	8.06	6.94
P/E (lần)	8.62	17.9	17.3	14.8	13.3
P/E ĐC (lần)	8.87	20.9	19.0	16.0	14.4
P/B (lần)	2.26	2.11	1.99	1.84	1.69
Lợi suất cổ tức (%)	4.04	3.51	2.34	2.34	2.34

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

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

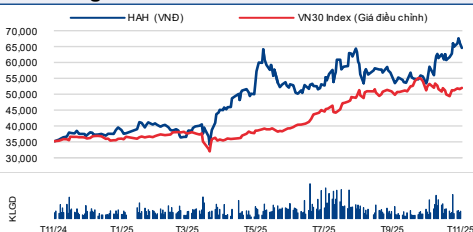
Giá mục tiêu: VNĐ72,700 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 12.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/11/2025)	64,600
Mã Bloomberg	HAH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	34,197-67,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	66,080
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	10,909
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	414
Slg CP lưu hành (tr.đv)	169
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	50.7
Slg CP NN được mua (tr.đv)	38.5
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	7.20%
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	18.5	8.57	83.4
So với chỉ số	19.5	7.14	24.2
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	5,821	6,102	(4.6)
2026F	5,210	5,947	(12.4)
2027F	5,933	6,970	(14.9)

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

Tăng 12% giá mục tiêu nhờ nâng dự báo lợi nhuận; Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với HAH nhưng điều chỉnh tăng 12% giá mục tiêu lên 72.700đ nhờ nâng dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang cuối năm 2026. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 13%.
- Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 được HSC điều chỉnh tăng bình quân 4% do nâng giả định giá cho thuê tàu; dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần năm 2025 và 2027 tăng trưởng lần lượt 85% và 14% nhưng giảm 11% trong năm 2026 (do dự kiến giá cho thuê tàu bình quân giảm).
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 19% trong 1 tháng qua, HAH đang giao dịch ở mức EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 6,1 lần, cao hơn đáng kể so với bình quân 3 năm ở mức 3,8 lần; tuy nhiên, theo HSC điều này là hợp lý nhờ lợi nhuận dự báo tăng trưởng mạnh 23% trong giai đoạn 2024-2027 (so với mức 13% trong giai đoạn 3 năm trước đó).

Sự kiện: Đánh giá KQKD Q3/2025; triển vọng giá cho thuê tàu

HAH ghi nhận lợi nhuận thuần Q3/2025 đạt 304 tỷ đồng (tăng 53% so với cùng kỳ) trên doanh thu thuần 1,3 nghìn tỷ đồng (tăng 19% so với cùng kỳ). Lợi nhuận tăng mạnh so với cùng kỳ trong Q3/2025 chủ yếu nhờ mở rộng đội tàu thông qua đầu tư tàu mới, giá cho thuê tàu cao hơn khi gia hạn hợp đồng và chi phí nhiên liệu giảm. Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, lợi nhuận thuần đạt 899 tỷ đồng (tăng 143% so với cùng kỳ), tương đương 77% dự báo cả năm của HSC trước kỳ công bố KQKD.

Đáng chú ý, mặt bằng giá cho thuê tàu vẫn duy trì ở mức cao – vượt dự báo của HSC – dù thỏa thuận ngừng bắn giữa Israel và Hamas có hiệu lực từ ngày 10/10. Điều này phần lớn phản ánh rủi ro gián đoạn tại Biển Đỏ vẫn hiện hữu và sự thận trọng của các hãng tàu lớn trong việc đưa tàu quay lại tuyến kênh đào Suez.

Tác động: Tăng bình quân 4% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

HSC tăng bình quân 4% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, chủ yếu do tăng giả định giá cho thuê tàu trong bối cảnh gián đoạn tại khu vực kênh đào Suez kéo dài hơn so với dự kiến trước đây. Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 tăng trưởng mạnh 85% đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh tăng 3% dự báo), tương ứng lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 303 tỷ đồng (tăng 8% so với cùng kỳ); trong khi đó, lợi nhuận thuần năm 2026 dự báo giảm 11% xuống 1,1 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh tăng 4% dự báo) do giá cho thuê tàu bình quân giảm khi tình hình gián đoạn tại kênh đào Suez hạ nhiệt. Cho năm 2027, lợi nhuận thuần dự báo sẽ quay lại đà tăng trưởng, tăng 14% đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (điều chỉnh tăng 4% dự báo).

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 23% (so với 22% trong dự báo trước đó).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 19% trong 1 tháng qua, nhiều khả năng nhờ KQKD Q3/2025 tích cực, HAH đang giao dịch ở mức EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 6,1 lần, cao hơn đáng kể so với bình quân 3 năm ở mức 3,8 lần. Tuy nhiên, HSC cho rằng HAH xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng tăng trưởng cải thiện đáng kể, với lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm giai đoạn 2024-2027 đạt 23%, so với mức 13% trong giai đoạn 2021-2024. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với HAH nhưng tăng 12% giá mục tiêu lên 72.700đ (tiềm năng tăng giá 13%) nhờ nâng dự báo lợi nhuận và điều chỉnh một số giả định trong định giá.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	850	1,529	2,340	2,168	2,264
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	385	651	1,202	1,076	1,225
EPS ĐC (đồng)	3,349	4,797	5,821	5,210	5,933
DPS (đồng)	0	0	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	25,218	27,005	26,665	31,536	37,343
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.36	6.05	5.30	5.67	5.01
P/E ĐC (lần)	19.3	13.5	11.1	12.4	10.9
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.55	1.55	1.55
P/B (lần)	2.56	2.39	2.42	2.05	1.73
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(67.9)	43.2	21.3	(10.5)	13.9
ROAE (%)	15.5	21.9	30.9	21.9	21.1

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

Nâng dự báo lợi nhuận nhờ tăng giá định giá cho thuê tàu; Tăng tỷ trọng

Mặt bằng giá cho thuê tàu vẫn tiếp tục ở mức cao dù thỏa thuận ngừng bắn tại Gaza đã được đưa ra từ ngày 10/10. Để phản ánh mức độ ổn định này so với dự báo trước đây, HSC nâng bình quân 4% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 (với tốc độ CAGR 3 năm mới đạt 23%). Dù HAH đang giao dịch ở mức định giá cao hơn bình quân quá khứ, HSC cho rằng điều này là hợp lý nhờ lợi nhuận tăng trưởng mạnh, được hỗ trợ bởi kế hoạch mở rộng đội tàu đáng kể. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với HAH với giá mục tiêu 72.700đ (tiềm năng tăng giá 13%).

Dự báo lợi nhuận mới

HAH ghi nhận lợi nhuận thuần Q3/2025 đạt 304 tỷ đồng (tăng 53% so với cùng kỳ) trên doanh thu thuần 1.348 tỷ đồng (tăng 19% so với cùng kỳ). Lợi nhuận tăng mạnh so với cùng kỳ trong Q3/2025 chủ yếu nhờ mở rộng đội tàu thông qua đầu tư tàu mới, giá cho thuê tàu cao hơn khi gia hạn hợp đồng và chi phí nhiên liệu giảm. Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, lợi nhuận thuần đạt 899 tỷ đồng (tăng 143% so với cùng kỳ), tương đương 77% dự báo cả năm của HSC trước kỳ công bố KQKD.

Bảng 19: Tóm tắt KQKD Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025, HAH

Lợi nhuận thuần Q3/2025 tăng 53% so với cùng kỳ và sát dự báo của HSC

Tỷ đồng	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T25	So với cùng kỳ	Dự báo 2025 cũ	% hoàn thành dự báo cũ
Doanh thu thuần	1,348	19%	6%	3,792	36%	5,107	74%
Lợi nhuận thuần	304	53%	-16%	899	143%	1,163	77%

Nguồn: HSC

Bảng 20: Điều chỉnh dự báo, HAH

Nâng bình quân 4% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Tăng trưởng	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025					
Doanh thu thuần	5,107	27.9%	5,142	0.7%	28.8%
Lợi nhuận thuần	1,163	78.6%	1,202	3.3%	84.6%
2026					
Doanh thu thuần	4,640	-9.1%	4,753	2.4%	-7.6%
Lợi nhuận thuần	1,031	-11.3%	1,076	4.3%	-10.5%
2027					
Doanh thu thuần	4,890	5.4%	5,010	2.5%	5.4%
Lợi nhuận thuần	1,177	14.2%	1,225	4.1%	13.9%

Nguồn: HSC

Xét đến các xu hướng hỗ trợ KQKD gần đây của HAH và triển vọng thời gian tới, HSC nâng bình quân 4% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 nhờ tăng giá định giá cho thuê tàu. Chúng tôi tóm tắt điều chỉnh dự báo như sau.

Dự báo mới cho năm 2025

HSC điều chỉnh tăng dự báo doanh thu thuần năm 2025 lên 5,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 29%, điều chỉnh tăng 1% dự báo) và tăng dự báo lợi nhuận thuần lên 1,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 85%, điều chỉnh tăng 3%), do chúng tôi tăng bình quân 3% giá định giá cho thuê tàu của HAH lên 23.100 USD/ngày nhờ mặt bằng giá cho thuê tàu toàn cầu tiếp tục ở mức cao; điều này sẽ giúp cải thiện giá cho thuê của bốn tàu mà HAH hợp tác với các hãng tàu khác, bao gồm ZIM (the Z Factor) và ONE (Ocean Network Express).

Dự báo mới cho thấy doanh thu thuần và lợi nhuận thuần Q4/2025 lần lượt đạt 1,4 nghìn tỷ đồng (tăng 12% so với cùng kỳ, đi ngang so với quý trước) và 303 tỷ đồng (tăng 8% so với cùng kỳ, đi ngang so với quý trước).

Dự báo mới cho năm 2026

HSC điều chỉnh tăng 2% dự báo doanh thu thuần và tăng 4% dự báo lợi nhuận thuần lên lần lượt 4,8 nghìn tỷ đồng (giảm 8%) và 1,1 nghìn tỷ đồng (giảm 11%).

Chúng tôi điều chỉnh tăng 2% giả định giá cho thuê tàu bình quân năm 2026 lên 19.570 USD/ngày (giảm 13%) nhờ mặt bằng giá cho thuê tàu tiếp tục ở mức cao dự kiến trước đó. Tuy nhiên, mức giảm so với năm trước phản ánh quan điểm của chúng tôi là xung đột Biển Đỏ sẽ kết thúc trong năm 2026, kéo theo giá cho thuê tàu giảm.

Dự báo mới cho năm 2027

HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (tăng 14%, điều chỉnh tăng 4% dự báo). Chúng tôi dự báo giá cho thuê tàu sẽ quay lại đà tăng trưởng, tăng 5% trong năm 2027. Tăng trưởng lợi nhuận năm 2027 dự kiến được hỗ trợ bởi giá cho thuê tàu tăng và chi phí khấu hao giảm, do tàu Hai An Time và các tài sản tài chính (vỏ container) sẽ được khấu hao hết trong năm 2027.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với HAH nhưng tăng 12% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 72.700đ (tiềm năng tăng giá 13%) nhờ nâng dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang cuối năm 2026. HAH hiện sở hữu công suất 29.300 TEU, tương ứng tốc độ tăng trưởng bình quân 26%/năm trong 5 năm qua. Theo Alphaliner, HAH hiện là hãng tàu lớn thứ 68 trên thế giới, qua đó sở hữu lợi thế đáng kể trên thị trường nội địa. Quan trọng hơn, đội tàu lớn và hiện đại – lớn nhất và trẻ nhất tại Việt Nam – giúp HAH trở thành hãng tàu nội địa duy nhất có thể hợp tác với các hãng tàu thuộc top 10 toàn cầu. Vị thế đặc biệt này là nền tảng quan trọng củng cố triển vọng khả quan của HAH.

HSC giữ nguyên các giả định đầu vào cho việc định giá, bao gồm lãi suất phi rủi ro 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và beta là 1 – theo đó giả định WACC giữ nguyên ở mức 13,7% – cùng giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 2,0%.

Bảng 21: Tính toán FCFF thực tế và dự báo, HAH

Tỷ đồng	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	1,308	486	1,056	1,743	1,513	1,673	1,811	1,934	2,001
Thuế	232	92	177	226	199	227	228	258	278
Cộng: Khấu hao	278	364	457	597	631	565	832	979	968
Trừ: Chi phí đầu tư	(1,345)	(919)	(2,079)	(1,642)	(1,644)	(612)	(1,721)	(341)	(343)
Trừ: Tăng vốn lưu động	(36)	(113)	13	(1,443)	(1,397)	(686)	2,552	(223)	(73)
UFCF	(27)	(273)	(730)	(1,093)	(1,200)	605	3,112	1,962	2,152

Nguồn: HSC

Bảng 22: Giá trị vốn CSH, HAH

Tính toán WACC	Giá trị	Tính toán DCF	Đơn vị	Giá trị (cuối năm-2026)
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	11,446
Beta	1.2	Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030	Tỷ đồng	4,424
Chi phí vốn CSH	14.7%	Tổng giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng	15,870
Chi phí nợ	8.0%	Cộng: tiền & đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	1,016
Tỷ trọng vốn CSH	83.2%	Trừ: nợ ngắn hạn + nợ dài hạn	Tỷ đồng	(3,376)
Tỷ trọng nợ	16.8%	Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	13,510
WACC	13.7%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (*)	Triệu	186.3
		Giá trị vốn CSH/cp	Đồng	72,711

Ghi chú: Chúng tôi tính toán số lượng cổ phiếu pha loãng hoàn toàn của HAH bằng cách tính thêm trái phiếu chuyển đổi của công ty, với giá trị 293 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2025
 Nguồn: HSC

Bảng 23: 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%	70,142	74,643	80,010	86,522	94,587
	3.5%	67,115	71,234	76,117	81,995	89,210
	4.0%	64,278	68,058	72,711	77,837	84,317
	4.5%	61,616	65,091	69,163	74,002	79,845
	5.0%	59,111	62,313	66,046	70,455	75,741

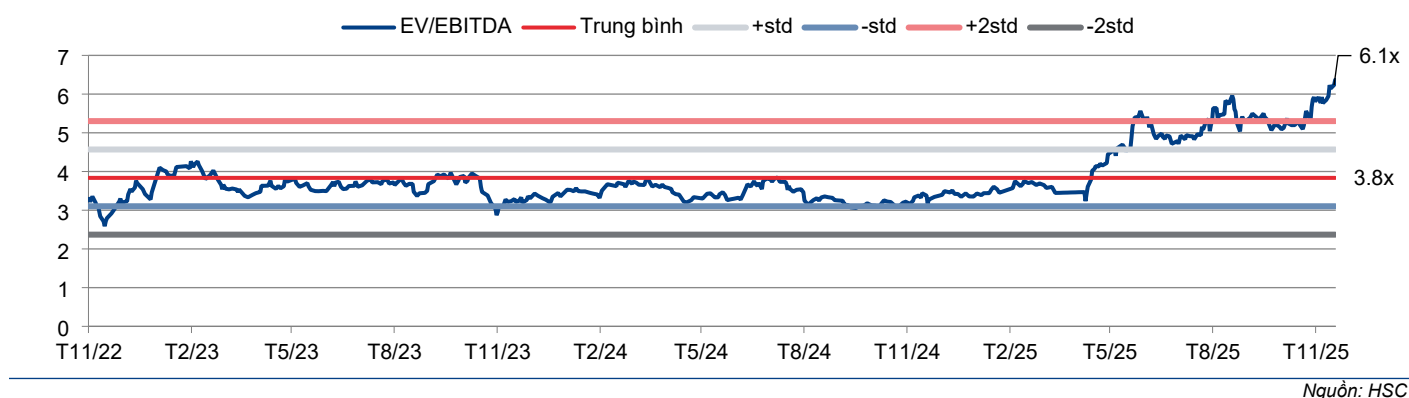
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 19% trong 1 tháng qua nhờ KQKD Q3/ cao hơn dự kiến, HAH đang giao dịch ở mức EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 6,1 lần, cao hơn đáng kể so với bình quân 3 năm (từ tháng 11/2022) ở mức 3,8 lần. Tuy nhiên, HSC cho rằng HAH xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận được cải thiện đáng kể – với lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 23%, so với mức 13% trong giai đoạn 2021-2024 – được hỗ trợ bởi việc mở rộng công suất mạnh mẽ và mặt bằng giá cho thuê tàu tiếp tục ở mức cao.

Bảng 24: EV/EBITDA điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm, HAH

HAH đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 6,1 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 3,8 lần



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	5,142	4,753	5,010
Lợi nhuận gộp	611	1,267	1,888	1,742	1,915
Chi phí BH&QL	(125)	(211)	(145)	(205)	(216)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	486	1,056	1,743	1,537	1,698
Lãi vay thuần	(53.6)	(94.1)	(86.8)	(58.2)	(14.1)
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)	(3.75)	(3.95)
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	450	977	1,673	1,497	1,705
Chi phí thuế TNDN	(92.2)	(177)	(226)	(203)	(231)
Lợi ích cổ đông thiểu số	27.1	(150)	(245)	(219)	(249)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	385	651	1,202	1,076	1,225
Lợi nhuận thuần ĐC	353	582	1,085	971	1,105
EBITDA ĐC	850	1,529	2,340	2,168	2,264
EPS (đồng)	3,648	5,361	7,116	6,370	7,253
EPS ĐC (đồng)	3,349	4,797	5,821	5,210	5,933
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	706	850	3,713
Đầu tư ngắn hạn	72.5	70.5	184	170	179
Phải thu khách hàng	1,005	504	1,517	3,062	3,676
Hàng tồn kho	97.1	87.8	103	95.1	100
Các tài sản ngắn hạn khác	180	168	283	261	276
Tổng tài sản ngắn hạn	1,600	1,753	2,792	4,438	7,944
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	86.6	81.6	84.9
Đầu tư vào Cty LD,LK	135	153	229	212	223
Tài sản dài hạn khác	701	772	775	673	865
Tổng tài sản dài hạn	3,759	5,537	6,092	5,446	5,144
Tổng cộng tài sản	5,359	7,290	8,883	9,883	13,087
Nợ ngắn hạn	394	532	446	389	339
Phả trả người bán	155	206	272	251	265
Nợ ngắn hạn khác	290	357	509	471	496
Tổng nợ ngắn hạn	937	1,210	1,384	1,256	1,253
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	3,441	3,400	5,374
Vốn chủ sở hữu	2,661	3,277	4,503	5,325	6,306
Lợi ích cổ đông thiểu số	510	695	939	1,158	1,407
Tổng vốn chủ sở hữu	3,171	3,972	5,442	6,483	7,713
Tổng nợ phải trả và VCSH	5,359	7,290	8,883	9,883	13,087
BVPS (đ)	25,218	27,005	26,665	31,536	37,343
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,141	1,408	1,487	1,373	437

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	486	1,056	1,743	1,537	1,698
Khấu hao	(364)	(473)	(597)	(631)	(565)
Lãi vay thuần	(53.6)	(94.1)	(86.8)	(58.2)	(14.1)
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)	(39.7)	6.36
LCT thuần từ HKKD	536	1,405	943	786	1,651
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	(137)	29.6	1,927
Khác	(90.4)	(99.5)	747	1,138	63.3
LCT thuần từ HĐTC	69.4	930	480	999	1,821
Tiền & tương đương tiền đầu kì	415	245	922	706	850
LCT thuần trong kỳ	(170)	675	(216)	144	2,863
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.35	1.63	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	245	922	706	850	3,713
Dòng tiền tự do	(330)	(293)	(699)	(858)	1,039

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	36.7	36.7	38.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	32.5	38.3	45.5	45.6	45.2
Tỷ suất LNT (%)	14.7	16.3	23.4	22.6	24.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.5	18.1	13.5	13.5	13.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	(18.5)	52.8	28.8	(7.58)	5.41
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(46.4)	79.8	53.1	(7.39)	4.43
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(51.8)	64.7	86.3	(10.5)	13.9
Tăng trưởng EPS (%)	(68.8)	47.0	32.7	(10.5)	13.9
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(67.9)	43.2	21.3	(10.5)	13.9
Tăng trưởng DPS (%)	-	nm	nm	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	14.1	15.7	13.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	15.5	21.9	30.9	21.9	21.1
ROACE (%)	11.3	20.1	25.7	19.1	16.6
Vòng quay tài sản (lần)	0.50	0.63	0.64	0.51	0.44
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.10	1.33	0.54	0.51	0.97
Số ngày tồn kho	17.7	11.8	11.5	11.5	11.8
Số ngày phải thu	183	67.6	170	371	433
Số ngày phải trả	28.3	27.5	30.5	30.5	31.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	42.9	43.2	33.1	25.8	6.96
Nợ/tài sản (%)	25.9	32.1	24.7	22.5	31.7
EBIT/lãi vay (lần)	9.06	11.2	20.1	26.4	120
Nợ/EBITDA (lần)	1.63	1.53	0.94	1.03	1.83
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.71	1.45	2.02	3.53	6.34
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.05	2.32	2.41	2.58	2.26
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.36	6.05	5.30	5.67	5.01
P/E (lần)	17.7	12.1	9.08	10.1	8.91
P/E ĐC (lần)	19.3	13.5	11.1	12.4	10.9
P/B (lần)	2.56	2.39	2.42	2.05	1.73
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.55	1.55	1.55

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