

Phân tích tác động của lãi suất cao đối với triển vọng tăng trưởng

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

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

Trần Thị Thu Nga, CFA

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp & C
nga.tttu@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4807

Mai Đoàn Ngọc Hân

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

- Trong đầu tháng 2, cả lãi suất cho vay và lãi suất qua đêm đều ghi nhận mức tăng đáng kể. Xu hướng này, nếu kéo dài, nhiều khả năng sẽ tạo áp lực dai dẳng lên bức tranh tài chính chung của các công ty niêm yết, bao gồm cả các công ty thuộc nhóm ngành Công nghiệp.
- Phân tích của chúng tôi cho thấy mặt bằng lãi suất cao duy trì trong thời gian dài sẽ tác động tiêu cực đến các công ty ngành Công nghiệp trong danh sách khuyến nghị của HSC. Cụ thể, các công ty có đòn bẩy tài chính cao và tỷ suất lợi nhuận mỏng như NKG (đang xem xét lại khuyến nghị/giá mục tiêu), VJC (Bán ra) và HAX (Nắm giữ) dự báo sẽ chịu tác động bất lợi.
- Trong khi đó, BMP (đang xem xét lại khuyến nghị/giá mục tiêu), DGC (đang xem xét lại khuyến nghị/giá mục tiêu), VEA (Tăng tỷ trọng), ACV (Tăng tỷ trọng) và SCS (Giảm tỷ trọng) được đánh giá là nhóm an toàn nhất nhờ vị thế tiền mặt thuần và khả năng thanh toán lãi vay cao.

Ứng phó với chi phí vốn: Khả năng chống chịu và rủi ro theo ngành

Bước sang đầu năm 2026, bức tranh tiền tệ của Việt Nam bắt đầu xuất hiện những thách thức nhất định trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế duy trì tích cực và áp lực thanh khoản gia tăng. Ngân hàng nhà nước đã duy trì mặt bằng lãi suất ở mức thấp và tương đối ổn định trong phần lớn năm 2025; điều này góp phần thúc đẩy tăng trưởng tín dụng đạt 19,4% trong năm, qua đó hỗ trợ quá trình phục hồi của nền kinh tế.

Tuy nhiên, lãi suất liên ngân hàng đã tăng mạnh trong tháng 2, trong đó lãi suất qua đêm tăng vọt lên mức kỷ lục 17% vào ngày 3/2, trong bối cảnh nhu cầu vốn cao và giới hạn về tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR). Những diễn biến này làm dấy lên lo ngại về việc chi phí lãi vay gia tăng đối với các công ty sử dụng đòn bẩy cao, từ đó có thể gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận và dòng tiền. Đối với một số công ty ngành Công nghiệp, chi phí vay vốn tăng cao có thể làm trầm trọng thêm các chu kỳ suy giảm.

Để hỗ trợ việc đánh giá mức độ tác động, HSC đã tiến hành phân tích 18 công ty ngành Công nghiệp trong danh sách khuyến nghị, bao gồm hai phân ngành sản xuất và vận tải. Phân tích sử dụng các chỉ tiêu như tỷ lệ nợ thuần trên vốn chủ sở hữu, hệ số khả năng thanh toán lãi vay (ICR) và chi phí lãi vay trên doanh thu, qua đó đánh giá mức độ rủi ro của từng công ty.

NKG, HAX và VJC là nhóm có mức độ rủi ro cao nhất trong danh sách khuyến nghị

Trong số các công ty niêm yết được phân tích, HAX – công ty phân phối ô tô – là trường hợp có mức độ rủi ro cao nhất, với ICR chỉ đạt 0,1, cho thấy lợi nhuận hầu như chỉ vừa đủ để trang trải chi phí lãi vay hiện tại, chưa kể đến khả năng lãi suất tăng thêm. NKG, công ty sản xuất thép, theo sát phía sau với ICR ở mức 1,0 và tỷ lệ nợ thuần trên vốn CSH đạt 0,68, khiến tỷ suất lợi nhuận dễ bị bào mòn trong bối cảnh giá hàng hóa biến động. Trong khi đó, VJC – công ty hàng không – với tỷ lệ nợ thuần trên vốn CSH cao ở mức 2,23 và ICR bị thu hẹp xuống 1,1 cũng được đánh giá là có mức độ rủi ro cao. Tỷ suất lợi nhuận mỏng, cùng với việc chi phí lãi vay hiện đã chiếm tới 4,4% doanh thu, cho thấy bất kỳ sự gia tăng thêm nào của chi phí vốn đều có thể tác động trực tiếp đến KQKD. Ngược lại, BMP, DGC, VEA, ACV và SCS được đánh giá là nhóm an toàn nhất nhờ duy trì vị thế tiền mặt thuần và ICR cao.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
ACV	52,800	Tăng tỷ trọng	-	63,200	-	19.7	13.8	28.0	11.6	12.3	0	0
BMP	155,500	Tăng tỷ trọng	-	189,800	-	22.1	10.4	9.61	6.11	5.78	9.65	10.3
DGC	65,300	Tăng tỷ trọng	-	115,300	-	76.6	7.68	6.45	7.54	6.25	4.59	4.59
DHC	36,800	Mua vào	-	41,100	-	11.7	9.78	9.44	7.99	8.13	2.72	2.72
DRC	15,000	Nắm giữ	-	16,000	-	6.67	18.2	12.2	9.16	6.80	0	3.33
GMD	71,500	Mua vào	-	79,400	-	11.0	19.5	16.7	18.0	14.1	2.07	2.07
HAH	57,600	Tăng tỷ trọng	-	72,700	-	26.2	8.09	9.04	4.79	5.12	1.74	1.74
HAX	11,300	Nắm giữ	-	10,900	-	(3.54)	N/a	21.9	17.2	6.83	0	0
HPG	26,800	Mua vào	-	36,800	-	37.3	12.4	8.96	9.63	7.02	3.73	3.73
HSG	15,600	Giảm tỷ trọng	-	15,900	-	1.92	13.2	13.3	8.30	9.98	3.21	3.21
HVN	26,050	Tăng tỷ trọng	-	34,600	-	32.8	8.90	9.12	6.48	6.31	0	0
NKG	14,650	Nắm giữ	-	17,200	-	17.4	22.9	14.2	13.0	9.17	0	0
PTB	51,100	Mua vào	-	56,372	-	10.3	7.73	7.53	6.44	6.06	4.27	4.27
PVT	20,900	Nắm giữ	-	21,300	-	1.91	8.70	9.11	4.13	3.59	1.44	1.44
SCS	53,600	Giảm tỷ trọng	-	50,700	-	(5.41)	7.23	8.34	3.90	4.22	11.2	9.33
VEA	35,500	Tăng tỷ trọng	-	39,300	-	10.7	6.73	7.47	16.4	18.1	14.6	13.8
VJC	166,000	Bán ra	-	119,700	-	(27.9)	48.7	35.1	24.8	21.6	0	0
VTP	110,600	Tăng tỷ trọng	-	128,000	-	15.7	33.6	27.0	20.7	15.3	1.36	1.36

Giá cổ phiếu tại ngày 6/2/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Tác động trái chiều lên ngành Công nghiệp trong bối cảnh lãi suất tăng cao

Những điều chỉnh lãi suất gần đây đã làm nổi bật vai trò của tình hình bảng cân đối kế toán đối với các công ty sử dụng đòn bẩy cao, đặc biệt trong ngành Công nghiệp nơi chi phí vay vốn có thể ảnh hưởng trực tiếp đến tỷ suất lợi nhuận. Trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi, NKG, VJC và HAX được xác định là những công ty có mức độ nhạy cảm cao hơn trước các điều kiện tài chính đang thay đổi. Ngược lại, BMP, DGC, SCS, ACV và VEA duy trì cấu trúc vốn vững chắc, qua đó tạo ra bộ đệm phòng thủ đáng kể. Tuy nhiên, chiến lược đầu tư của chúng tôi ưu tiên sự cân bằng giữa nền tảng tài chính lành mạnh và tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận dài hạn. HPG (Mua vào) tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của HSC nhờ quy mô hoạt động lớn và khả năng thích ứng hiệu quả với các chu kỳ thị trường; VTP (Tăng tỷ trọng) là một cổ phiếu được ưu thích khác.

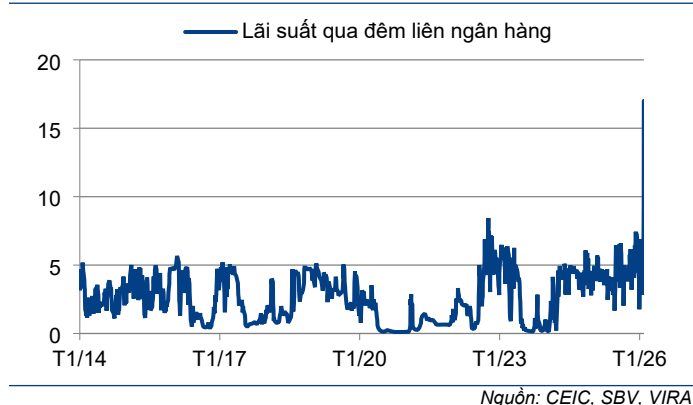
Bức tranh vĩ mô: Những thách thức trong môi trường huy động vốn đầu năm 2026

Theo Hiệp hội Nghiên cứu Thị trường Liên ngân hàng Việt Nam, trong đầu tháng 2, thị trường liên ngân hàng Việt Nam ghi nhận một đợt điều chỉnh thanh khoản mạnh với lãi suất qua đêm ngày 3/2 tăng vọt lên mức kỷ lục 17%. Diễn biến này, với mức tăng gần 790 điểm cơ bản chỉ trong một ngày ở các kỳ hạn ngắn, cho thấy thị trường nguồn vốn liên ngân hàng đã trải qua một cú sốc thanh khoản và tác động của cú sốc này hiện đang bắt đầu lan sang các điều kiện tài chính nói chung.

Sự dịch chuyển này tiếp tục lan sang khu vực bán lẻ và doanh nghiệp, khi các ngân hàng thương mại cổ phần tư nhân điều chỉnh lãi suất tiền gửi dài hạn (từ 12 tháng trở lên) lên mức vượt 7,0%. Đồng thời, mặt bằng lãi suất cho vay cũng ghi nhận sự điều chỉnh đáng kể. Cụ thể, các khoản vay mua nhà lãi suất cố định kỳ hạn 24 tháng, trước đây phổ biến trong khoảng 6-8%/năm, đã được các ngân hàng thương mại cổ phần tư nhân điều chỉnh lên quanh mức 10%/năm; trong khi các ngân hàng thương mại nhà nước như VCB, BID và CTG niêm yết các sản phẩm tương tự ở mức gần 14%/năm.

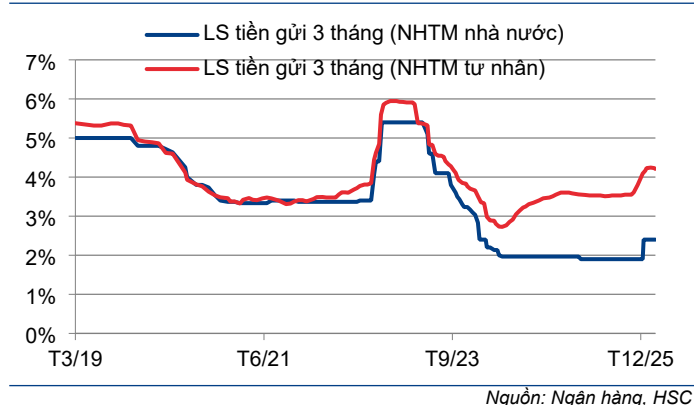
Biểu đồ 1: Lãi suất qua đêm, Việt Nam

Bắt ngờ tăng mạnh lên 17% vào ngày 3/2/2026



Biểu đồ 2: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 tháng, NHTM nhà nước và NHTM tư nhân

Bắt đầu tăng từ T1-2026



Việc điều chỉnh đồng loạt này trên toàn hệ thống ngân hàng trên thực tế đã thiết lập một mặt bằng chi phí vốn cao hơn cho nền kinh tế, khi kỳ vọng lợi suất đối với trái phiếu Chính phủ (phi rủi ro) và nợ doanh nghiệp cũng sẽ phải tăng lên để duy trì sức hấp dẫn so với kênh tiền gửi ngân hàng có mức sinh lời được đảm bảo. Trong bối cảnh môi trường tài chính đang thay đổi như hiện nay, HSC đã thực hiện phân tích chi tiết cho thấy diễn biến lãi suất này có thể tác động ra sao đến KQKD năm 2026 của các công ty ngành Công nghiệp trong danh sách khuyến nghị.

Nhận thấy mức độ nhạy cảm của bảng cân đối kế toán trước chi phí vay khác nhau đáng kể tùy theo cấu trúc tài chính của từng công ty, chúng tôi đã đánh giá cụ thể các rủi ro cũng như khả năng chống chịu của từng công ty. Các phần tiếp theo sẽ trình

bày chi tiết kết quả phân tích của chúng tôi về những công ty có khả năng thích ứng tốt nhất trước áp lực chi phí trả nợ gia tăng, cũng như các tác động của điều đó đối với triển vọng lợi nhuận chung của toàn ngành.

Tác động trái chiều đối với các công ty ngành Công nghiệp trong danh sách khuyến nghị

Lãi suất tăng cao đánh dấu một sự dịch chuyển quan trọng trong bức tranh tài chính doanh nghiệp, đặc biệt đối với các doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn lớn. Khi chi phí vay vốn điều chỉnh theo hướng tăng, các công ty có mức đòn bẩy cao, ICR thấp và tỷ trọng nợ ngắn hạn lớn có thể phải đối mặt với chi phí lãi vay gia tăng, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến cả lợi nhuận thuần và tính linh hoạt của dòng tiền.

Để hỗ trợ việc đánh giá diễn biến này, phân tích của HSC tập trung vào 18 công ty ngành Công nghiệp trong danh sách khuyến nghị, bao gồm hai phân ngành sản xuất và vận tải, sử dụng các chỉ tiêu như tỷ lệ nợ thuần trên vốn chủ sở hữu, hệ số khả năng thanh toán lãi vay (ICR) và chi phí lãi vay trên doanh thu, nhằm đánh giá mức độ rủi ro tương đối của từng công ty.

Kết quả phân tích cho thấy các ngành thâm dụng vốn với mức độ sử dụng đòn bẩy cao, như thép, hàng không và phân phối ô tô, hiện đang chịu mức độ tác động lớn nhất từ những thay đổi này. Chẳng hạn, các công ty sản xuất thép như NKG và HSG đang đối mặt với áp lực tài chính gia tăng do phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn vay ngắn hạn, trong khi khả năng chuyển phần chi phí vốn tăng thêm sang khách hàng bị hạn chế trong bối cảnh nhu cầu thị trường suy yếu. Tương tự, trong lĩnh vực vận tải và phân phối ô tô, các công ty như VJC, HVN và HAX vẫn tỏ ra nhạy cảm với biến động lãi suất, khi chi phí lãi vay hiện đã chiếm tỷ trọng đáng kể trong KQKD.

Ngược lại, các công ty có bảng cân đối kế toán vững chắc và vị thế tiền mặt thuần tiếp tục đóng vai trò phòng thủ về mặt cấu trúc, đồng thời có khả năng thích ứng tốt trong bối cảnh lãi suất tiếp tục ở mức cao trong thời gian dài. HSC xác định các phân khúc “an toàn” nhất là những lĩnh vực mang đặc tính hạ tầng hoặc mô hình kinh doanh ít thâm dụng tài sản, cụ thể bao gồm các công ty khai thác nhà ga hành khách, hàng hóa hàng không và logistics. Các công ty như ACV, SCS và VEA duy trì chi phí lãi vay ở mức không đáng kể cùng với ICR ở mức rất cao, qua đó giúp KQKD gần như không chịu tác động từ biến động chi phí vốn. Bên cạnh đó, các công ty dồi dào tiền mặt này thường có khả năng hưởng lợi từ mặt bằng lãi suất tiền gửi tăng cao, qua đó mang lại thêm tính linh hoạt tài chính và sự ổn định trong bối cảnh môi trường tiền tệ biến động, tương tự như trường hợp của DGC và BMP.

Sản xuất: Ngành thép và phân phối ô tô chịu rủi ro lớn nhất

Trong lĩnh vực sản xuất tại Việt Nam, các công ty niêm yết thường ghi nhận mức đòn bẩy tài chính từ vừa phải đến cao, với tỷ lệ nợ thuần trên vốn CSH bình quân dao động khoảng 0,3-0,7. Điều này phản ánh mức độ phụ thuộc lớn vào vốn vay cho các hoạt động thâm dụng vốn như nâng cấp thiết bị và mở rộng nhà xưởng, qua đó làm gia tăng mức độ rủi ro trước xu hướng lãi suất tăng, do chi phí tài chính có thể bị đẩy lên đáng kể.

ICR của các công ty có nền tảng tài chính vững thường dao động trong khoảng 4,5-73,5, thậm chí cao hơn; trong khi đó, đối với các công ty phụ thuộc nhiều vào vốn vay, ICR ở mức thấp, chỉ quanh 1,0 (trường hợp NKG) hoặc thậm chí thấp hơn (trường hợp HAX). Điều này cho thấy trong khi một số công ty vẫn có thể kiểm soát được chi phí lãi vay khi lãi suất tăng thêm 50-100 điểm cơ bản thì các công ty khác có nguy cơ bị bào mòn lợi nhuận nếu chi phí vốn tăng cao tiếp tục cộng hưởng với các áp lực đầu vào, đặc biệt đối với những công ty có tỷ suất lợi nhuận gộp rất mỏng. Việc chi phí vay vốn tăng thêm 1-2 điểm phần trăm sẽ tiếp tục hạn chế khả năng chuyển phần chi phí gia tăng sang khách hàng (Bảng 3).

Bảng 3: Các công ty sản xuất, thuộc ngành Công nghiệp HSC khuyến nghị

BMP, DGC và VEA đều có vị thế vững chắc trong bối cảnh lãi suất tăng nhờ sở hữu lượng tiền mặt dồi dào

Mã CK	Tổng dư nợ năm 2025	% Nợ ngắn hạn/tổng nợ	Nợ(tiền) thuần 2025	Nợ thuần / vốn CSH 2025 (lần)	2025 ICR (lần)	Lãi suất bình quân 2025	Chi phí lãi vay/doanh thu 2025	Tỷ suất lợi nhuận gộp 2025	ROE 2025
HPG	92,174	70.2%	64,389	0.49	6.6	3.6%	2.0%	15.7%	12.7%
HSG	6,143	100.0%	5,218	0.46	3.4	3.0%	0.5%	12.2%	5.6%
NKG	6,867	67.0%	5,193	0.68	1.0	3.3%	1.5%	5.3%	2.9%
BMP	55	100.0%	(2,003)	(0.70)	120k	0.0%	0.0%	46.1%	44.1%
DGC	1,546	100.0%	(11,560)	(0.75)	73.5	3.4%	0.4%	31.5%	21.3%
DHC	918	100.0%	(254)	(0.11)	12.6	4.0%	0.9%	16.2%	18.7%
DRC	968	87.5%	760	0.39	4.5	4.1%	0.8%	13.5%	6.3%
HAX	951	100.0%	846	0.62	(0.1)	4.6%	0.8%	7.7%	0.5%
VEA	108	100.0%	(14,058)	(0.52)	29.2	1.3%	0.0%	15.3%	27.6%
PTB	1,935	81.1%	1,152	0.34	8.3	4.5%	1.1%	20.5%	16.4%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Các công ty thép trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi, đặc biệt là **NKG** và **HSG**, đang ghi nhận gánh nặng chi phí lãi vay cao trong năm 2025. Nguyên nhân đến từ mức đòn bẩy tài chính tương đối cao, với tỷ lệ nợ thuần trên vốn CSH năm 2025 đạt 0,68 đối với NKG và 0,46 đối với HSG, khiến KQKD trở nên nhạy cảm hơn trước bất kỳ sự gia tăng nào của chi phí vốn. Mặc dù chi phí lãi vay năm 2025 chỉ chiếm lần lượt 1,5% & 0,5% doanh thu của NKG & HSG và chi phí vay bình quân năm 2025 vẫn ở mức tương đối thấp, khoảng 3,0-3,3%, nhưng việc mặt bằng lãi suất cho vay dịch chuyển lên mức sàn mới sẽ tạo ra tác động rõ rệt đến lợi nhuận.

Trong mô hình dự phóng KQKD, HSC đã giả định lãi suất vay tăng 100 điểm cơ bản; tuy nhiên, trong trường hợp mức tăng thực tế cao hơn, với mỗi 100 điểm cơ bản tăng thêm của lãi suất trong năm 2026, ICR của NKG sẽ giảm xuống mức rủi ro 1,0. Đồng thời, tỷ suất lợi nhuận mỏng (tỷ suất lợi nhuận gộp 5,3%) cùng hiệu quả sinh lời thấp (ROE 2,9%, ROA 1,3%) sẽ càng làm khuếch đại rủi ro. Với cùng giả định, lãi suất vay bình quân của HSG trong năm 2026 sẽ tăng lên mức 5,0% (tăng 200 điểm cơ bản so với mức bình quân năm 2025), kéo theo ICR giảm xuống 3,4 – mức yếu thứ hai trong nhóm công ty sản xuất trong danh sách khuyến nghị, chỉ sau NKG. Dù sở hữu tỷ suất lợi nhuận gộp 12,3%, ROE 5,6% và ROA 3,1%, mức sinh lời của HSG chỉ mang lại khả năng bảo vệ ở mức hạn chế trước áp lực chi phí vốn gia tăng.

Ngược lại, công ty thép **HPG** duy trì mức đòn bẩy tài chính tương đối hợp lý, với tỷ lệ nợ thuần trên vốn CSH năm 2025 là 0,49, được đánh giá là chấp nhận được xét đến quy mô hoạt động và cấu trúc chi phí tích hợp của công ty. Chi phí lãi vay chiếm khoảng 2,0% doanh thu, trong khi ICR năm 2026 của HPG được ước tính ở mức khá an toàn là 6,6, qua đó nhấn mạnh khả năng chống chịu tốt hơn của bảng CĐKT. Chúng tôi cũng lưu ý rằng HPG thực hiện vốn hóa chi phí lãi vay liên quan đến các dự án lớn; đồng thời, với việc dự án trọng điểm Khu liên hợp Gang thép Hòa Phát Dung Quất giai đoạn 2 đã hoàn thành trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ vay nợ của công ty sẽ dần cải thiện trong các năm tới. Với tỷ suất lợi nhuận gộp 15,7%, ROE 12,7% và ROA 6,4%, HPG kết hợp được giữa nền tảng bảng cân đối kế toán vững chắc và mức sinh lời tương đối tốt. Nhìn chung, HPG tiếp tục là công ty thép an toàn nhất trong bối cảnh mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao.

Công ty phân phối ô tô HAX là cái tên dễ chịu rủi ro nhất trong nhóm ngành vận tải trong danh sách khuyến nghị của HSC. HAX vận hành với bảng cân đối kế toán sử dụng đòn bẩy cao và phụ thuộc lớn vào nợ ngắn hạn, với tỷ lệ nợ thuần trên vốn CSH năm 2025 ở mức 0,62, trong khi ICR đã ở mức âm trong năm 2025 do các yếu tố bất lợi của ngành. Chi phí vay bình quân trong năm 2025 của HAX lên tới 4,63%, phản ánh rủi ro tín dụng ở mức cao cũng như sự phụ thuộc lớn vào các khoản vay vốn lưu động để tài trợ cho tồn kho xe. Trong kịch bản năm 2026, chi phí lãi vay sẽ chiếm tới 85,4% lợi nhuận thuần và ICR sẽ chuyển sang mức âm. Mức độ nhạy cảm này càng trầm trọng hơn do tỷ suất lợi nhuận hoạt động mỏng, với tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2025 chỉ đạt 7,7%, cùng hiệu quả sinh lời rất yếu (ROE 0,5% và ROA 0,2%), cho thấy áp lực tài chính ở mức nghiêm trọng.

Công ty lắp ráp ô tô VEA duy trì vị thế tiền mặt thuần, với tỷ lệ nợ thuần trên vốn CSH năm 2025 ở mức -0,52, phản ánh lượng tiền mặt dồi dào và mức độ phụ thuộc rất thấp vào nguồn vốn vay bên ngoài. Do đó, chi phí lãi vay trên doanh thu trong năm 2025 ở mức không đáng kể, chỉ 0,04%, cho thấy bảng cân đối kế toán hầu như không chịu áp lực từ xu hướng chi phí vốn gia tăng. Chi phí vay bình quân năm 2025 của VEA chỉ ở mức 1,33%. Xét về khả năng sinh lời, tỷ suất lợi nhuận hoạt động của VEA có vẻ khiêm tốn; tuy nhiên, điều này chưa phản ánh đầy đủ chất lượng lợi nhuận, do phần lớn lợi nhuận đến từ các công ty liên kết (Honda, Toyota, Ford). Theo đó, ROE năm 2025 đạt 27,6% và ROA đạt 26,1%, dù mức độ thâm dụng vốn tại công ty mẹ là tương đối thấp.

Đối với **công ty sản xuất lốp xe DRC**, chi phí nguyên vật liệu tăng cao trong năm 2025 đã gây áp lực lên khả năng sinh lời, qua đó làm suy giảm bộ đệm lợi nhuận để chống chịu chi phí tài chính. Theo đó, tỷ lệ vay nợ năm 2025 ở mức bình quân 0,39, trong khi ICR giảm xuống 4,5. Chi phí vay bình quân năm 2025 đạt 4,1%, khiến công ty chịu rủi ro trước việc điều chỉnh lại mặt bằng lãi suất. Với giả định lãi suất tăng thêm 1 điểm phần trăm so với mức bình quân năm 2025, chi phí lãi vay năm 2026 ước tính sẽ chiếm khoảng 26% lợi nhuận thuần, hàm ý mức độ nhạy cảm lợi nhuận ở mức trung bình. Dù vậy, mức đòn bẩy tài chính vẫn được đánh giá là trong tầm kiểm soát và khả năng thanh toán lãi vay vẫn duy trì trên ngưỡng rủi ro.

DHC (bao bì giấy) và **PTB (sản phẩm gỗ và đá)** vận hành với đòn bẩy tài chính ở mức trung bình, với tỷ lệ nợ thuần trên vốn CSH năm 2025 lần lượt ở mức -0,11 và 0,34. Chi phí vay bình quân năm 2025 đạt 4,0% đối với DHC và 4,5% đối với PTB. Với giả định chi phí vốn tăng thêm 1 điểm phần trăm, chi phí lãi vay năm 2026 ước tính sẽ chiếm 11,3% lợi nhuận thuần của DHC và 18,6% của PTB. Tuy nhiên, ICR lần lượt ở mức 12,6 và 8,3, cùng với tỷ suất lợi nhuận HĐKD tương đối tốt, tạo dư địa đủ lớn để hấp thụ chi phí vốn tăng cao mà không làm suy giảm đáng kể tính ổn định của lợi nhuận.

Ngược lại, công ty sản xuất **ống nhựa BMP** và công ty **hóa chất DGC** duy trì cấu trúc bảng cân đối kế toán rất thận trọng, với tỷ lệ nợ thuần trên vốn CSH lần lượt ở mức -0,70 và -0,75. Chi phí lãi vay ở mức không đáng kể và ICR hầu như không bị ràng buộc, qua đó giúp lợi nhuận được bảo vệ trước biến động chi phí vốn. Bên cạnh nền tảng bảng cân đối kế toán vững chắc, cả hai công ty còn thể hiện mức sinh lời và hiệu quả sử dụng vốn vượt trội. BMP ghi nhận tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2025 dẫn đầu ngành đạt 46,1%, nhờ vị thế thương hiệu vững chắc và khả năng định giá tốt trên thị trường ống nhựa trong nước. Điều này giúp ROE đạt 44,1% và ROA đạt 37,4%, cho thấy hiệu quả sử dụng vốn rất cao và áp lực từ bảng cân đối kế toán ở mức tối thiểu. Tương tự, DGC ghi nhận tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2025 ở mức vững chắc 31,6%, phản ánh lợi thế về cấu trúc chi phí trong mảng hóa chất gốc phospho, cùng với ROE đạt 21,3% và ROA đạt 17,1%. Sự kết hợp giữa tỷ suất lợi nhuận cao, hiệu quả sinh lời mạnh và vị thế tiền mặt thuần giúp BMP và DGC trở thành những công ty có tính phòng thủ cao và nền tảng cơ bản bền vững nhất trong bối cảnh mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao trong thời gian dài.

Vận tài: VJC là công ty có mức độ rủi ro cao nhất

Rủi ro tài chính trong ngành vận tải có sự phân hóa rõ rệt.

Bảng 4: Các công ty vận tải, thuộc ngành Công nghiệp HSC khuyến nghị

VJC chịu ảnh hưởng lớn nhất từ biến động lãi suất do phụ thuộc vào nợ nhiều

Mã CK	Tổng dư nợ năm 2025	% Nợ ngắn hạn/tổng nợ	Nợ(tiền) thuần 2025	Nợ thuần / vốn CSH 2025 (lần)	2025 ICR (lần)	Lãi suất bình quân 2025	Chi phí lãi vay/doanh thu 2025	Tỷ suất lợi nhuận gộp 2025	ROE 2025
SCS	98	100.0%	(1,459)	(0.93)	2,795.4	0.6%	0.0%	78.5%	50.6%
ACV	9,712	4.2%	(5,034)	(0.07)	230.2	0.6%	0.2%	60.8%	16.7%
GMD	2,389	12.9%	(1,886)	(0.13)	15.1	4.7%	1.8%	45.7%	13.2%
HAH	2,200	32.3%	1,613	0.30	13.8	5.8%	2.6%	38.6%	31.0%
HVN (*)	13,104	69.0%	(4,847)	(0.71)	11.0	5.0%	0.7%	14.9%	114.5%
VJC	69,000	37.8%	55,316	2.23	1.1	6.5%	4.4%	10.3%	10.1%
VTP	1,851	73.7%	(592)	(0.33)	6.7	4.5%	0.4%	5.5%	24.1%
PVT	7,640	18.2%	2,741	0.24	15.6	1.6%	0.7%	14.6%	12.7%

Ghi chú: (*) Chúng tôi sử dụng vốn CSH năm 2025 của HVN để tính toán ROE năm 2020 do vốn CSH năm 2024 của HVN âm.
Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Ở phía rủi ro cao hơn, các **hãng hàng không** như **HVN** và **VJC** đại diện cho nhóm có tính chu kỳ cao và mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính lớn nhất trong phân khúc. Ngành hàng không vốn nhạy cảm với nhu cầu vĩ mô, biến động giá nhiên liệu và điều kiện tài trợ vốn, do đặc thù đội bay thâm dụng vốn và tỷ suất lợi nhuận mỏng mang tính cấu trúc. **VJC** là công ty chịu áp lực tài chính lớn nhất khi chi phí lãi vay trong năm 2025 đã vượt LNTT, ở mức 137,6%, cùng với tỷ lệ nợ thuần trên vốn CSH cao ở mức 2,3. Với giả định lãi suất tăng thêm 1 điểm phần trăm, chi phí lãi vay sẽ tăng lên mức tương đương 154,1% lợi nhuận thuần năm 2026, trong khi ICR vẫn duy trì ở mức thấp 1,1, phản ánh rủi ro tái cấp vốn và rủi ro lợi nhuận ở mức cao. Tỷ suất lợi nhuận mỏng, cùng với việc chi phí lãi vay đã chiếm tới 4,4% doanh thu trong năm 2025, cho thấy bất kỳ sự gia tăng thêm nào của chi phí vốn đều có thể tác động trực tiếp đến lợi nhuận thuần.

HVN cũng ghi nhận tổng dư nợ vay ở mức cao; tuy nhiên, với ROE cao cùng cấu trúc nợ đặc thù, HVN thể hiện một hồ sơ tài chính khác biệt, gắn liền với quá trình tái cấu trúc vốn gần đây và chiến lược đội bay đang được triển khai. Sau đợt phát hành quyền mua thành công vào cuối năm 2025, Công ty tạm thời duy trì vị thế tiền mặt thuần; tuy nhiên, chúng tôi dự báo HVN sẽ quay trở lại trạng thái nợ thuần khi hãng hàng không này thực hiện các kế hoạch mở rộng đội bay trong nhiều năm tới. Mặc dù quá trình phục hồi hoạt động hiện nay đang thúc đẩy tăng trưởng EBITDA tích cực, chi phí lãi vay vẫn là yếu tố ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận tổng thể, phản ánh đặc thù thâm dụng vốn của ngành hàng không cũng như nỗ lực tái cơ cấu bảng cân đối kế toán của hãng. Mặc dù các chỉ số khả năng thanh toán lãi vay vẫn đang trong giai đoạn điều chỉnh, Công ty đang chủ động ứng phó với những thách thức này. Trong bối cảnh lãi suất duy trì ở mức cao trong thời gian dài, việc giữ vững tính linh hoạt tài chính sẽ đóng vai trò then chốt khi HVN phải cân đối giữa mục tiêu mở rộng hoạt động và tình hình tài chính dài hạn.

Đối với các **công ty vận hành cảng hàng không** như **SCS** và **ACV**, đây vẫn là những trường hợp nổi bật ở nhóm phòng thủ, với chi phí lãi vay gần như bằng không, vị thế tiền mặt thuần vững chắc và hệ số khả năng thanh toán lãi vay (ICR) ở mức rất cao, qua đó phản ánh mức độ nhạy cảm tối thiểu trước biến động lãi suất.

Trong khi đó, các **công ty khai thác cảng và logistics** như **GMD**, **VTP**, **HAH** và **PVT** duy trì cấu trúc vốn cân bằng hơn, với chi phí lãi vay năm 2025 dao động trong khoảng 4,3-26,2% LNTT. ICR năm 2026 ở mức 6,7-15,1 cho thấy các công ty này có bộ đệm đủ để ứng phó với chi phí vốn vay tăng cao, dù mức độ nhạy cảm vẫn không nhỏ đối với những công ty có đòn bẩy cao hơn như PVT và HAH. Dù vậy, công ty sở hữu cảng GMD và công ty chuyển phát VTP được đánh giá là có mức độ bảo vệ tốt hơn nhờ duy trì vị thế tiền mặt thuần. Đối với phân khúc logistics, các công ty vận tải biển như HAH và PVT đều đang ở trạng thái nợ thuần, với tỷ lệ nợ thuần trên vốn CSH ở mức vừa phải, lần lượt 0,30 và 0,24 tại thời điểm cuối năm 2025. Mặc dù PVT có mức đòn bẩy thấp hơn, công ty này lại tỏ ra nhạy cảm hơn trước rủi ro lãi suất tăng so với HAH, khi chi phí lãi vay chiếm tới 26,2% LNTT năm 2025 của PTV, so với chỉ 7,6% của HAH (nhờ HAH có tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn đáng kể).

Tóm lại, trong nhóm công ty ngành vận tải, **SCS**, **ACV** và **GMD** là những cái tên nổi bật có nền tảng vững chắc nhất trong bối cảnh hiện tại. Đáng chú ý, SCS duy trì ICR ở mức rất cao, lên tới 2.795,4 lần, cùng vị thế tiền mặt thuần đạt 1.459 tỷ đồng, cho thấy gần như không có rủi ro liên quan đến nghĩa vụ trả nợ. Tương tự, ACV và GMD đều ghi nhận tỷ lệ nợ thuần trên vốn CSH ở mức âm và tỷ suất lợi nhuận gộp rất cao, qua đó có thể hưởng lợi từ mặt bằng lãi suất tiền gửi tăng cao thay vì chịu áp lực từ chi phí vay vốn.

HPG (Mua vào) tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của HSC trong ngành Công nghiệp

Nếu xu hướng mặt bằng lãi suất cao hiện nay vẫn tiếp diễn, dự báo KQKD năm 2026 của ngành Công nghiệp có thể chịu áp lực điều chỉnh giảm do chi phí lãi vay gia tăng. Mức độ tác động sẽ phụ thuộc chủ yếu vào cấu trúc nợ cụ thể của từng công ty cũng như mức độ linh hoạt trong hoạt động để thích ứng với các rủi ro tài chính đang thay đổi trong ngắn hạn.

Dựa trên phân tích về mức độ vững chắc của bảng cân đối kế toán, BMP, DGC, ACV, SCS và VEA là những công ty có vị thế ổn định nhất trong danh sách khuyến nghị của

HSC. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng một số công ty đang phải thích ứng với các thay đổi mang tính cấu trúc, có thể ảnh hưởng đến triển vọng dài hạn, bao gồm:

- **VEA:** Mức độ thâm nhập ngày càng gia tăng của xe điện đang tạo ra những động lực mới, qua đó làm thay đổi cấu trúc lợi nhuận truyền thống của công ty.
- **SCS:** Việc chuyển dịch hoạt động từ Cảng hàng không Tân Sơn Nhất sang Cảng hàng không Quốc tế Long Thành kể từ nửa cuối năm 2026 dự báo sẽ dẫn đến sự điều chỉnh về sản lượng ở mức khoảng 10% hoặc cao hơn.

Thông qua việc cân đối giữa sự lành mạnh của bảng cân đối kế toán, tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận và mức định giá hiện tại, các khuyến nghị hàng đầu của HSC tập trung vào những công ty có đủ khả năng chống chịu để thích nghi và phát triển tốt trong bối cảnh này. **Lựa chọn hàng đầu** của HSC hiện tại là **HPG (Mua vào)**. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng ưa thích **VTP (Tăng tỷ trọng)** nhờ sự cân bằng giữa cấu trúc nợ, triển vọng tăng trưởng tích cực và mức định giá hấp dẫn.

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