

Cảng biển & Cảng hàng không: Tăng trưởng vững chắc; GMD vẫn là lựa chọn hàng đầu

Chê Thị Mai Trang

Giám đốc, Ngành C.Nghiệp & Công Nghệ
trang.ctmai@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

- Sản lượng container qua cảng và sản lượng hàng hóa hàng không của Việt Nam trong 8 tháng đầu năm 2026 tăng lần lượt 9% và 11% so với cùng kỳ. Dù tốc độ tăng trưởng hạ nhiệt trong tháng 7 và tháng 8 nhờ làn sóng nhập trừ hàng trước trước mức thuế mới đã kết thúc, nhưng HSC vẫn kỳ vọng sản lượng hàng hóa sẽ duy trì đà tăng trưởng vững chắc cho đến cuối năm.
- GMD vẫn giữ vững vị thế thuận lợi nhờ hệ thống cảng có vị trí chiến lược tại cả miền Bắc và miền Nam, giúp công ty đón đầu đà tăng trưởng tại các cụm cảng container trọng điểm của cả nước, cùng với hệ thống logistics tích hợp. Trong khi đó, việc sân bay Long Thành đi vào hoạt động dự báo sẽ tạo áp lực lên mảng hàng hóa hàng không của SCS từ Q2/2027.
- Sau khi điều chỉnh nhẹ các dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị Mua vào đối với GMD và tăng 5% giá mục tiêu lên 98.600 đồng/cp (tiềm năng tăng giá là 27%), đồng thời hạ khuyến nghị đối với SCS xuống Nắm giữ, với giá mục tiêu thấp hơn là 45.500 đồng/cp (tiềm năng tăng giá chỉ ở mức dưới 5%).

Sản lượng hàng hóa trong 8 tháng đầu năm 2026 vững chắc

Sản lượng hàng hóa qua cảng biển và cảng hàng không của Việt Nam trong 8 tháng đầu năm 2026 lần lượt tăng 9% và 11% so với cùng kỳ, nhờ hoạt động thương mại khởi sắc cùng với làn sóng nhập trừ hàng trước khi mức thuế mới có hiệu lực đối với các đơn hàng xuất đi Mỹ. Dù đà tăng trưởng có phần chững lại trong tháng 7 và tháng 8 sau khi làn sóng nhập trừ hàng kết thúc, HSC kỳ vọng sản lượng hàng hóa sẽ phục hồi trong Q4/2026 khi lượng hàng tồn kho dần trở lại mức bình thường và nhu cầu cho mùa lễ hội tăng cao.

Ngành cảng biển: Cạnh tranh gia tăng tại Hải Phòng; Cái Mép - Thị Vải thiếu hụt công suất

Tại Hải Phòng, áp lực cạnh tranh ngày càng gay gắt từ khi 4 bến đỗ mới thuộc khu vực cảng nước sâu Lạch Huyện đi vào vận hành từ năm ngoái, dẫn đến việc các cảng sông bị mất thị phần. Trong đó, sản lượng hàng hóa trong 8 tháng đầu năm 2026 của cảng Nam Đình Vũ (NDV; chưa niêm yết; GMD sở hữu 60% cổ phần) giảm 10% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng làn sóng chuyển dịch hàng hóa sang các cảng nước sâu sẽ chững lại trong năm 2027 khi mạng lưới các tuyến vận tải biển dần ổn định, qua đó sản lượng của cảng NDV sẽ tăng hồi phục, lần lượt đạt mức 18% và 10% so với cùng kỳ trong năm 2027 và 2028. Trái lại, cán cân cung - cầu tại khu vực Cái Mép - Thị Vải tiếp tục ở trạng thái căng thẳng, với 4 trên tổng số 5 bến cảng trong khu vực hoạt động vượt công suất thiết kế trong 8 tháng đầu năm 2026. Cảng Gemalink (GIL; chưa niêm yết; do GMD sở hữu 65% cổ phần) đang có vị thế vượt trội để đón đầu phần sản lượng gia tăng của khu vực, nhờ dự án mở rộng Giai đoạn 2 dự kiến hoàn thành và vận hành vào Q4/2027.

Cảng hàng hóa hàng không: Quá trình chuyển dịch sang sân bay Long Thành ngày càng tạo áp lực lên SCS

Sân bay Quốc tế Long Thành dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào tháng 12/2026, với các chuyến bay quốc tế được chuyển dịch dần từ sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất theo ba giai đoạn cho đến tháng 3/2028. HSC kỳ vọng sự dịch chuyển hàng hóa sẽ tập trung từ Q2/2027, tạo áp lực lên các nhà ga hàng hóa tại sân bay Tân Sơn Nhất. Hiện tại, nhiều khả năng SCS sẽ không vận hành nhà ga hàng hóa của ACV tại sân bay Long Thành, và chúng tôi dự báo sản lượng hàng hóa của SCS sẽ giảm trong giai đoạn 2027-2029 trước khi phục hồi trở lại vào năm 2030.

Duy trì k/n Mua vào đối với GMD, hạ k/n đối với SCS xuống Nắm giữ

HSC tiếp tục duy trì khuyến nghị Mua vào đối với GMD và tăng 5% giá mục tiêu lên 98.600 đồng/cp (tiềm năng tăng giá là 27%). Hệ thống cảng biển tọa lạc tại các vị trí đắc địa kết hợp với chuỗi cung ứng logistics tích hợp đóng vai trò là trụ cột hỗ trợ triển vọng tăng trưởng dài hạn của GMD. Trong đó, Gemalink được dự báo sẽ tiếp tục giữ vững vị thế cụm cảng nước sâu quy mô lớn nhất tại Cái Mép - Thị Vải đến năm 2030, còn Nam Đình Vũ tiếp tục là cảng sông lớn nhất miền Bắc. Theo quan điểm của chúng tôi, cổ phiếu này xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn. Trong khi đó, chúng tôi giảm 20% giá mục tiêu đối với SCS xuống 45.500 đồng/cp. Với tiềm năng tăng giá chỉ dưới 5% so với mức giá mục tiêu mới, chúng tôi hạ khuyến nghị từ Tăng tỷ trọng xuống Nắm giữ.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 6/10.

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 (%)		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
GMD	77,600	Mua vào	-	98,600	4.89	27.1	11.7	11.7	13.4	11.0	2.88	2.88
SCS	43,400	Nắm giữ	Tăng tỷ trọng	45,500	(20.2)	4.84	5.76	7.86	2.53	3.33	12.7	10.5

*Giá cổ phiếu tại ngày 2/10/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

Mục lục

Ngành Cảng biển: Xu hướng cung - cầu phân hóa	3
Sản lượng container tăng 9% svck trong 8 tháng đầu năm 2026	3
Áp lực cạnh tranh gia tăng tại Hải Phòng	5
Cán cân cung - cầu cụm Cái Mép - Thị Vải giữ vững triển vọng khả quan trong giai đoạn 2026-2030	9
Dự địa tăng phí bốc xếp	11
Tiêu điểm GMD: Doanh nghiệp khai thác cảng hàng đầu với hệ thống logistics tích hợp	12
Hàng hóa hàng không: Hoạt động của sân bay Long Thành tạo áp lực lên triển vọng của SCS	18
Sản lượng container 8 tháng đầu năm 2026 tăng 11% svck	18
Sân bay Quốc tế Long Thành dự kiến bắt đầu vận hành từ T12/2026	20
Tiêu điểm SCS: Giảm dự báo lợi nhuận và 20% giá mục tiêu; hạ k/n xuống Năm giữ	21
Báo cáo thành phần	
CTCP Gemadept (GMD)	22
CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS)	29

Ngành Cảng biển: Xu hướng cung - cầu phân hóa

Động lực tăng trưởng trong khu vực ngày càng có sự phân hóa rõ nét. Nguồn cung công suất cảng nước sâu gia tăng đã tái định hình bản đồ cạnh tranh tại cụm cảng Hải Phòng. Mặc dù vậy, hệ thống cảng sông vẫn giữ vững vị thế cạnh tranh trên các hải trình nội Á nhờ biểu phí bốc xếp cạnh tranh hơn cùng ưu thế tiếp nhận tối ưu đối với đội tàu cỡ nhỏ. Trong khi đó, các cảng tại Cái Mép - Thị Vải dự kiến sẽ duy trì công suất hoạt động ở mức cao trong giai đoạn 2026-2030, bất chấp nguồn cung mới từ các dự án sắp triển khai. Đặt trong bối cảnh này, những công ty cảng sở hữu hạ tầng tốt, có mối quan hệ chặt chẽ với các hãng tàu cùng khả năng kết nối logistics tích hợp sẽ sở hữu vị thế tốt nhất để đón đầu đà tăng trưởng sản lượng vững chắc của toàn ngành. Bên cạnh đó, mức phí bốc xếp cạnh tranh của Việt Nam vẫn còn dư địa tăng trưởng trong dài hạn. Do đó, chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực đối với GMD và duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu 98.600 đồng/cp (tiềm năng tăng giá là 27%).

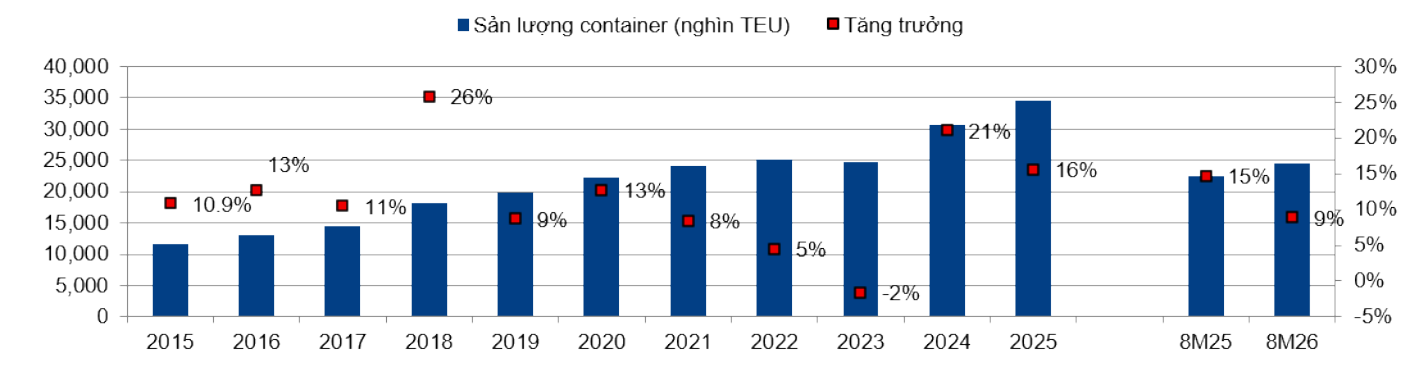
Sản lượng container tăng 9% svck trong 8 tháng đầu năm 2026

Theo Cục Hàng hải Việt Nam, sản lượng container thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam đạt 24,5 triệu TEU trong 8 tháng đầu năm 2026, tăng 9% so với cùng kỳ, chậm lại so với mức tăng 16% trong năm 2025. HSC cho rằng đà tăng trưởng chứng lại chủ yếu đến từ hai nguyên nhân chính:

- **Hiệu ứng mức nền so sánh cao:** Trong 8 tháng đầu năm 2025, sản lượng container của Việt Nam tăng 15% so với cùng kỳ nhờ làn sóng nhập trừ hàng đối với các lô hàng xuất đi Mỹ từ tháng 2 đến tháng 7/2025 nhằm tránh mức thuế quan cao hơn của Mỹ (có hiệu lực từ ngày 9/7/2025).

Biểu đồ 1: Sản lượng hàng hóa qua các cảng container của Việt Nam (nghìn TEUs)

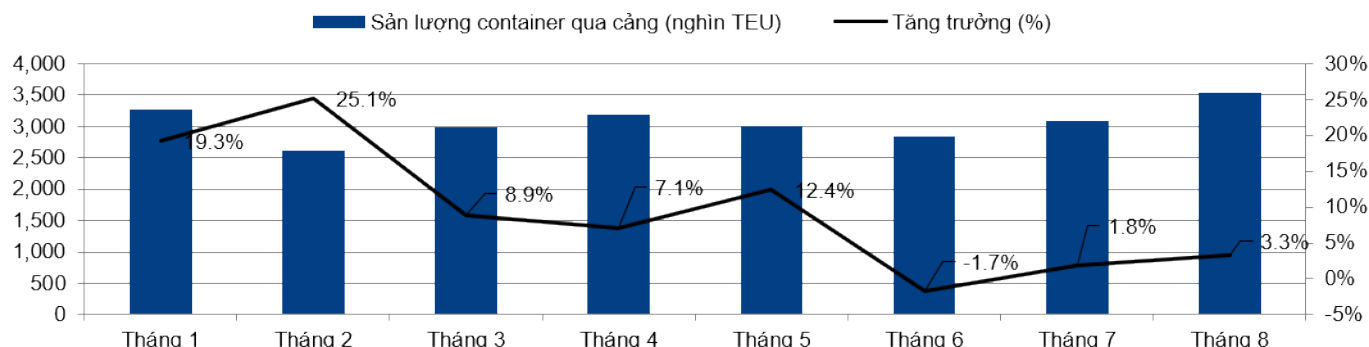
Sản lượng hàng hóa qua các cảng container của Việt Nam tăng 9% so với cùng kỳ trong 8 tháng đầu năm 2026



Nguồn: Vinamarine, HSC

Biểu đồ 2: Sản lượng container qua cảng hàng tháng tại Việt Nam

Sản lượng tăng chậm trong giai đoạn T6 - T8 do hoạt động đẩy mạnh giao hàng trước thời hạn kết thúc



Nguồn: Vinamarine, HSC

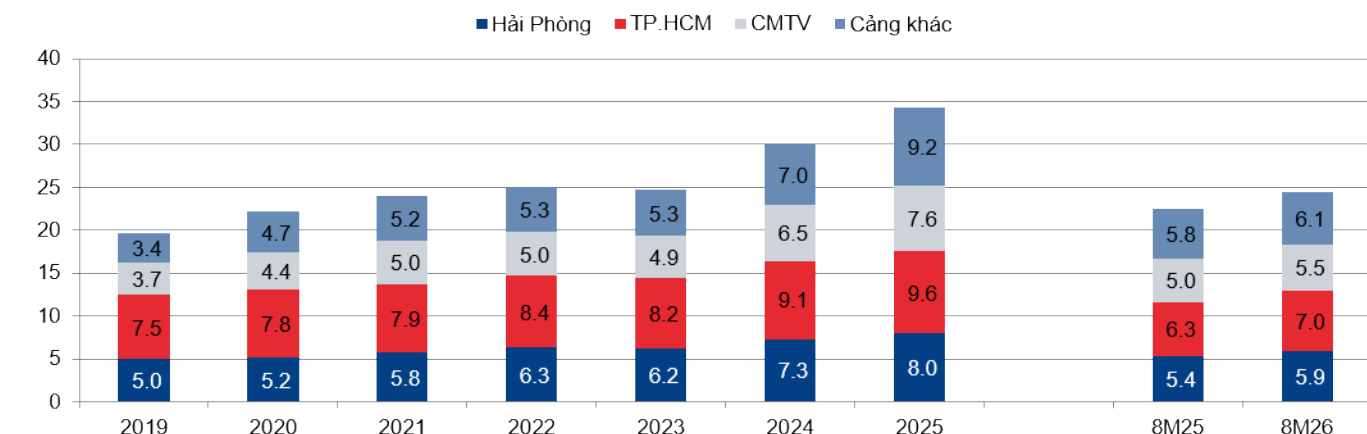
- Làn sóng nhập trữ hàng kết thúc từ tháng 6/2026:** Hoạt động nhập trữ hàng trước thời hạn áp mức thuế mới cũng diễn ra trong giai đoạn từ tháng 2 đến tháng 5/2026. Khác với năm 2025 khi hàng hóa chỉ cần rời cảng trước thời hạn áp thuế, các chuyển hàng trong năm 2026 buộc phải cập cảng Mỹ trước ngày 28/7 (thời hạn áp thuế theo Mục 122). Chính sách này đã trực tiếp thu hẹp khung thời gian nhập trữ hàng xuống chỉ còn 3 tháng (từ tháng 2 đến tháng 5/2026). Trong giai đoạn này, sản lượng container của Việt Nam vẫn tăng 13% so với cùng kỳ bất chấp mức nền cao của năm ngoái. Tuy nhiên, khi làn sóng nhập trữ hàng lắng xuống, sản lượng hàng hóa trong tháng 6 đã giảm 2% so với cùng kỳ và chỉ tăng khiêm tốn 2-3% trong tháng 7 và tháng 8 (Biểu đồ 2), một phần do hiệu ứng mức nền cao của giai đoạn tháng 6-7 năm ngoái.

Hải Phòng, TP.HCM và Cái Mép - Thị Vải tiếp tục là ba cụm cảng container quan trọng của Việt Nam, đóng góp 75% tổng sản lượng của cả nước. Trong 8 tháng đầu năm 2026, sản lượng container của cụm cảng CMTV tăng 9,8% so với cùng kỳ, thấp hơn một chút so với mức tăng 10% của cụm cảng Hải Phòng và 11,1% của TP.HCM. Diễn biến này hoàn toàn trái ngược so với năm 2025, thời điểm sản lượng hàng hóa tại cụm cảng CMTV tăng vọt 18%, cao hơn nhiều so với mức tăng 8% của Hải Phòng và 5% của TP.HCM. CMTV là khu vực có tỷ trọng hàng xuất đi Mỹ lớn nhất trong ba cụm cảng, do đó phải đối mặt với mức nền so sánh cao hơn trong 8 tháng đầu năm 2026 sau đợt nhập trữ hàng của năm ngoái.

HSC ước tính các đối tác nhập khẩu sẽ mất khoảng 2 đến 3 tháng để hấp thụ hoàn toàn lượng hàng tồn kho đã dồn ứ trong đợt tích trữ hàng trước khi áp thuế, sau đó quay trở lại nhịp đặt hàng bình thường. Theo đó, chúng tôi dự báo sản lượng container của Việt Nam tăng ở mức thấp, khoảng 4,2% so với cùng kỳ trong Q3/2026, trước khi phục hồi 9,5% trong Q4/2026. Cho năm 2026, chúng tôi dự báo sản lượng sẽ tăng 8,9% so với cùng kỳ đạt 37,5 triệu TEU.

Biểu đồ 3: Hoạt động tại các trung tâm container trọng điểm của Việt Nam

Hải Phòng, TP.HCM và Cái Mép - Thị Vải tiếp tục là các trung tâm container trọng điểm của Việt Nam



Nguồn: VPA, Vinamarine, HSC

Áp lực cạnh tranh gia tăng tại Hải Phòng

Cảng nước sâu tăng thị phần, cảng sông mất thị phần

Động lực tăng trưởng sản lượng trong 8 tháng đầu năm 2026 tại cụm cảng Hải Phòng chủ yếu đến từ sản lượng gia tăng ở các cảng nước sâu, nhờ việc đưa vào vận hành 4 bến đỗ mới tại khu vực này. Trong khi đó, sản lượng của các cảng sông giảm do các hãng tàu điều chuyển đội tàu từ các cảng sông sang các cảng nước sâu mới. Chi tiết như sau:

- Trong 6 tháng đầu năm 2025, hai bến cảng mới bao gồm 4 cầu cảng đã chính thức đi vào vận hành tại khu vực cảng nước sâu Lạch Huyện: Cảng Quốc tế TIL Hải Phòng (HTIL; chưa niêm yết) với công suất 1,35 triệu TEU/năm và cảng Container Quốc tế Hateco Hải Phòng (HHIT; chưa niêm yết) với công suất 2,2 triệu TEU/năm. Trước đó, toàn khu vực chỉ có 2 cầu cảng, đều do Cảng Container Quốc tế Tân Cảng Hải Phòng (HICT; chưa niêm yết) vận hành. Chính thức đi vào hoạt động từ năm 2018, cảng HICT liên tục vận hành vượt công suất thiết kế kể từ năm 2022, qua đó thu hẹp đáng kể dư địa tiếp nhận thêm các tuyến dịch vụ hàng hải mới. Do đó, sự xuất hiện của các bến cảng mới tạo điều kiện thuận lợi để các hãng tàu tối ưu hóa mạng lưới khai thác, thiết lập thêm các hải trình mới, đồng thời dịch chuyển một số tuyến dịch vụ hiện hữu từ hệ thống cảng sông truyền thống sang cụm nước sâu Lạch Huyện.
- Vì vậy, sản lượng container qua các cảng nước sâu của Hải Phòng đã tăng 42% so với cùng kỳ trong 8 tháng đầu năm 2026 lên 2 triệu TEU sau khi hai bến cảng mới đi vào hoạt động. Trong khi đó, sản lượng container của các cảng sông giảm 2,3% so với cùng kỳ xuống 3,8 triệu TEU.
- Trong 8 tháng đầu năm 2026, thị phần của các cảng nước sâu tăng lên 34% (từ mức 26% trong 8 tháng đầu năm 2025). Ngược lại, thị phần của các cảng sông giảm từ 74% xuống còn 66%.

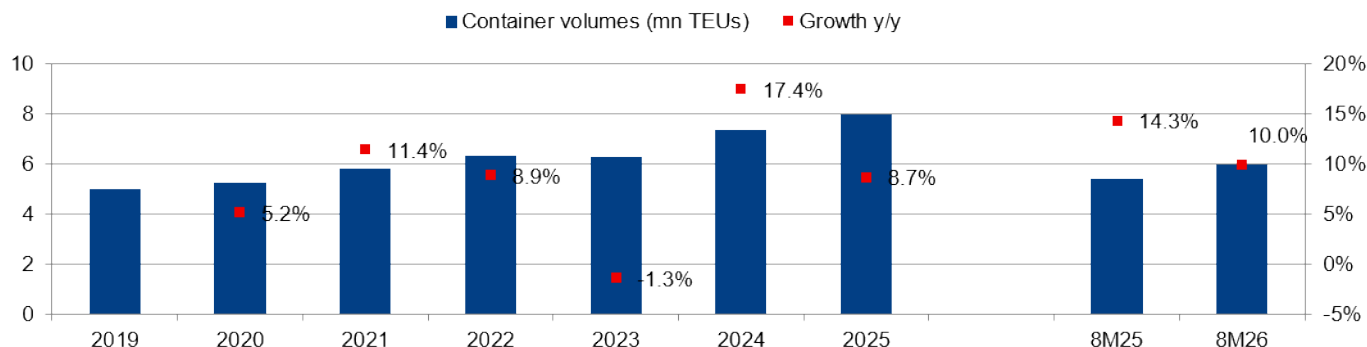
Xu hướng chuyển dịch sang cảng nước sâu sẽ chứng lại trong năm 2027

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng làn sóng dịch chuyển từ cảng sông sang cảng nước sâu sẽ chậm lại trong năm 2027 khi mạng lưới các hãng tàu dần đi vào ổn định:

- Diễn biến tương tự từng diễn ra sau khi HICT được đưa vào vận hành vào năm 2018. Các hãng tàu ban đầu dịch chuyển các tuyến dịch vụ sang bến cảng mới, khiến sản lượng cảng sông giảm khoảng 5% trong năm 2019. Mặc dù vậy, tổng sản lượng của các cảng sông phần lớn duy trì trạng thái đi ngang trong năm 2020 (chịu ảnh hưởng một phần từ COVID-19) và nhanh chóng lấy lại đà tăng trưởng trong năm 2021.

Biểu đồ 4: Sản lượng container qua cảng Hải Phòng (triệu TEU)

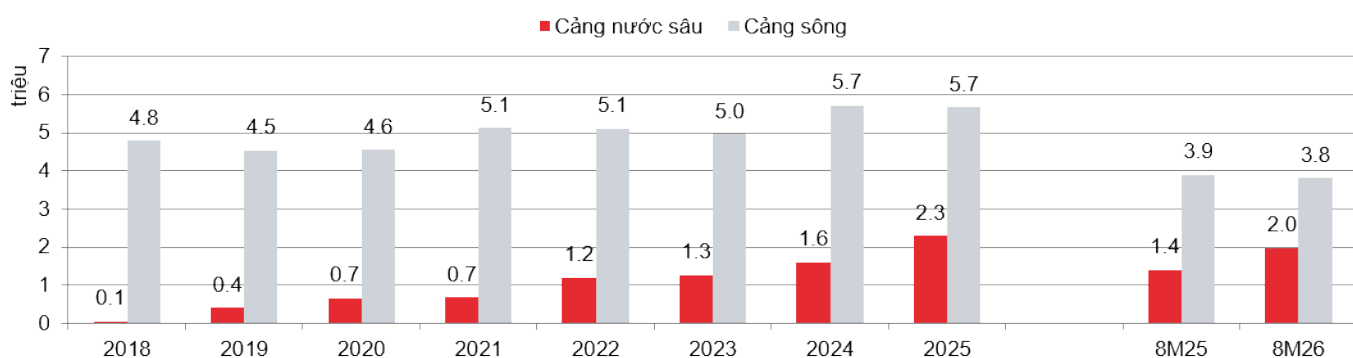
8 tháng đầu năm 2026 sản lượng hàng hóa qua cảng Hải Phòng tăng 10% so với cùng kỳ



Nguồn: VPA, HSC

Biểu đồ 5: Sản lượng hàng hóa qua các cảng nước sâu, cảng Hải Phòng

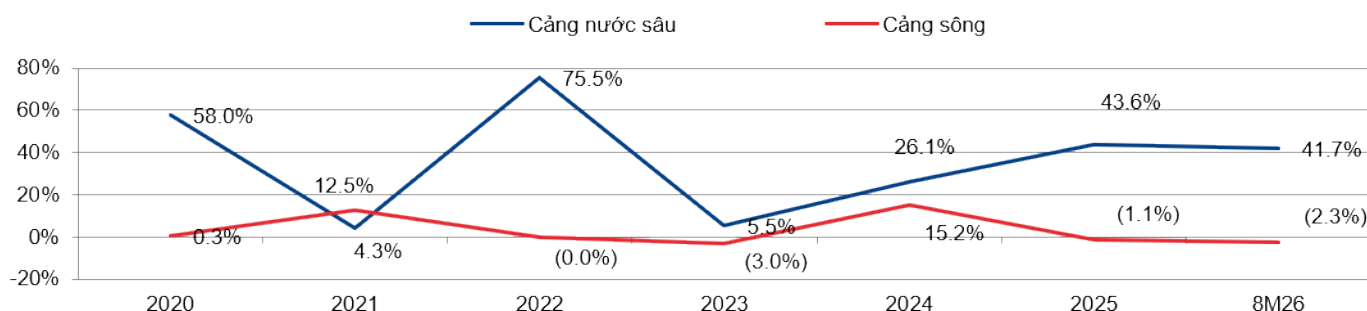
8 tháng đầu năm 2026 sản lượng hàng hóa tăng lên tập trung ở các cảng nước sâu



Nguồn: VPA, HSC

Biểu đồ 6: Tăng trưởng sản lượng tại các cảng nước sâu và cảng sông ở Hải Phòng

Tăng trưởng sản lượng tại các cảng nước sâu ở Hải Phòng vượt xa đáng kể so với các cảng sông...

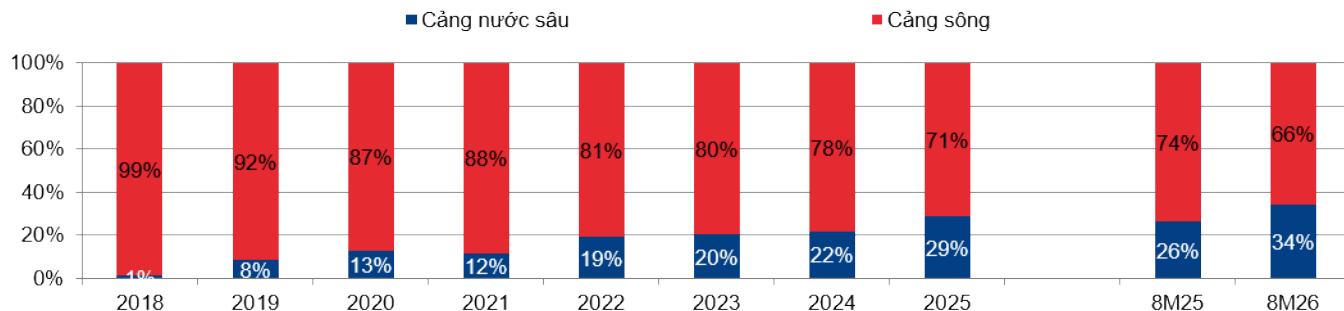


Nguồn: VPA, HSC

- Nguyên nhân là do hệ thống cảng sông vẫn giữ vững vị thế cạnh tranh, nhất là đối với cỡ tàu nhỏ và các tuyến gom hàng sản lượng thấp nhờ mức phí bốc xếp thấp hơn. Với biểu phí 63 USD/TEU, đơn giá bốc xếp tại Lạch Huyện đang cao hơn 75% so với mức 36 USD/TEU áp dụng tại các cảng sông. Khoảng chênh lệch chi phí này sẽ hỗ trợ các cảng sông duy trì sức cạnh tranh nhờ các đội tàu cỡ nhỏ và các tuyến dịch vụ nội Á, trong khi các cảng nước sâu phù hợp hơn cho các tàu cỡ lớn chạy tuyến xa sang châu Âu và Mỹ, hoặc các tuyến nội Á có quy mô sản lượng đủ lớn để bù đắp cho chi phí bốc xếp cao hơn.

Biểu đồ 7: Cơ cấu sản lượng container tại các cảng ở Hải Phòng

... tuy nhiên, các cảng sông vẫn chiếm 66% tổng sản lượng container được thông qua tại khu vực Hải Phòng



Nguồn: VPA, HSC

Bảng 8: Hiệu suất khai thác trong 8 tháng đầu năm 2026, Hải Phòng

Các cảng Hải Phòng hoạt động ở mức 72% công suất trong 8 tháng đầu năm 2026

Cảng	Sản lượng 8 tháng đầu năm 2026 (TEU)	Công suất thiết kế (TEUs/năm)	Hiệu suất 8 tháng đầu năm 2026
Cảng nước sâu			
HICT (bến 1,2 Lạch Huyện)	848,129	1,100,000	116%
HTIT (bến 3,4 Lạch Huyện)	452,973	1,350,000	50%
HHIT (bến 5,6 Lạch Huyện)	687,379	2,200,000	47%
Tổng cảng nước sâu	1,988,481	4,650,000	64%
Cảng sông hạ nguồn			
Tân Vũ	681,078	1,000,000	102%
Đình Vũ	279,513	600,000	70%
Nam Hải Đình Vũ	356,020	500,000	107%
Cảng Xanh VIP	437,451	700,000	94%
Tân Cảng 189	84,170	200,000	63%
PTSC Đình Vũ	182,847	300,000	91%
NDV	901,895	2,000,000	68%
MIPEC	34,581	600,000	9%
VIMC	163,804	250,000	98%
Tổng cảng hạ nguồn	3,121,359	6,150,000	76%
Cảng sông thượng nguồn			
Green Port	177,549	350,000	76%
Chùa Vẽ	190,700	500,000	57%
Hải An	264,571	250,000	159%
Nam Hải	88,816	150,000	89%
Tân Cảng 128	28,226	200,000	21%
Tổng cảng sông thượng nguồn	749,862	1,450,000	78%
Tổng cộng	5,859,702	12,250,000	72%

Nguồn: VPA, HSC

Tình trạng thừa công suất dự kiến giảm trong năm 2027, tăng trở lại trong giai đoạn 2029-2030

Hai bến cảng mới dự kiến sẽ đi vào hoạt động tại khu vực Lạch Huyện vào năm 2030: bến 7-8 do Tổng công ty Tân Cảng Sài Gòn (chưa niêm yết) đầu tư, và bến 9-10 do CTCP Đầu tư Cảng Lạch Huyện (chưa niêm yết) đầu tư, nhiều khả năng sẽ lần lượt vận hành từ cuối năm 2028 và năm 2030. Các dự án bổ sung này sẽ nâng tổng công suất thiết kế của khu vực Lạch Huyện lên 9 triệu TEU/năm vào năm 2030, từ mức 4,65 triệu TEU/năm hiện tại.

Với giả định sản lượng container qua cảng Hải Phòng tăng trưởng bình quân 9%/năm, HSC ước tính công suất dư thừa sẽ ở mức 3,5 triệu TEU trong năm 2026, tăng mạnh so với mức bình quân 1,1 triệu TEU của giai đoạn 2022-2024 (thời điểm trước khi HTIL và HHIT được đưa vào vận hành). Áp lực dư thừa công suất dự kiến sẽ thu hẹp dần về mức 2,7 triệu TEU trong năm 2027 và 1,8 triệu TEU trong năm 2028, nhờ đà tăng trưởng sản lượng hàng hóa từng bước hấp thụ hết nguồn cung hiện có trước khi lượng công suất từ các cảng mới chính thức vận hành. Tuy nhiên, áp lực dư thừa

công suất được dự báo sẽ quay trở lại mức 3 triệu TEU vào năm 2029 và tăng lên 4,3 triệu TEU vào năm 2030, thời điểm các bến cảng từ số 7 đến số 10 lần lượt chính thức được đưa vào hoạt động.

Bảng 9: Các dự án cảng nước sâu đến năm 2030, Hải Phòng

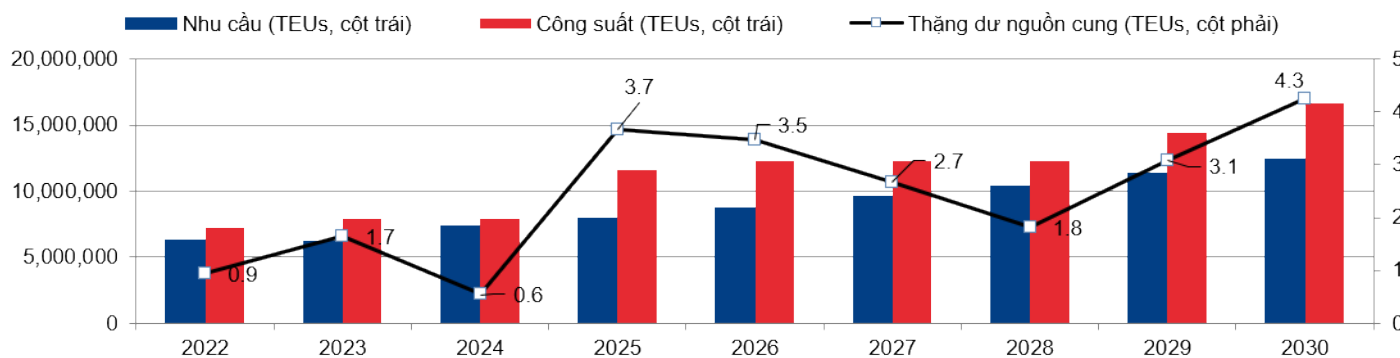
Công suất các cảng nước sâu dự kiến tăng lên 9,0 triệu TEU vào năm 2030, so với 1,1 triệu TEU năm 2024 và 4,65 triệu TEU hiện nay

	Vận hành	Cổ đông lớn	Công suất (TEUs/năm)	Vốn đầu tư (Tỷ đồng)	Hoạt động
Bến 1-2	HICT	Saigon Newport, WanHai, Itochu, Mitsui O.S.K. Lines	1,100,000	6,200	2018
Bến 3-4	HTIT	PHP, MSC shipping line	1,350,000	6,946	2025
Bến 5-6	HHIT	Hateco, APM Terminals	2,200,000	8,952	2025
Bến 7-8	Saigon Newport	Saigon Newport, CMACGM shipping line	2,200,000	14,766	end-2028
Bến 9-10	Lạch Huyện Port Investment	N/a	2,200,000	N/a	2030
Tổng cộng			9,050,000		

Nguồn: HSC

Biểu đồ 10: Dự báo nhu cầu và nguồn cung, Hải Phòng

Thặng dư nguồn cung sẽ giảm trong giai đoạn 2026-2028 và tăng trong giai đoạn 2029/2030 do các cảng nước sâu mới



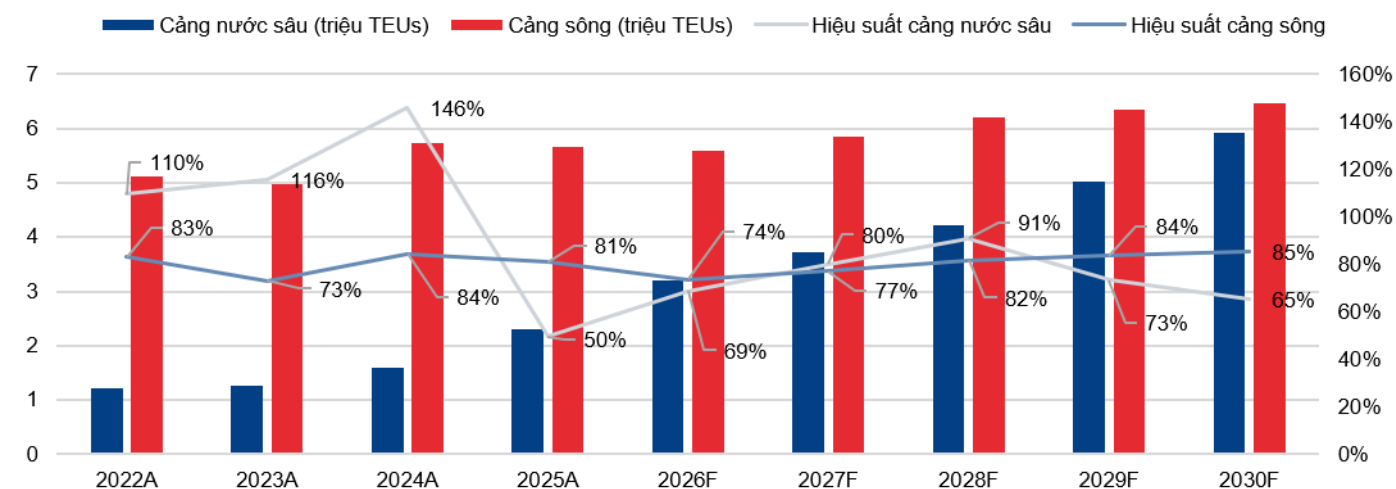
Nguồn: HSC

Công suất hoạt động của các cảng sông vững vàng trước làn sóng mở rộng cảng nước sâu

HSC cho rằng làn sóng bổ sung công suất quy mô lớn sẽ làm gia tăng áp lực cạnh tranh giữa các cảng nước sâu trong giai đoạn 2029-2030, đồng thời gây sức ép thu hẹp công suất hoạt động của nhóm cảng này. Trái lại, công suất hoạt động của các cảng sông được dự báo sẽ phục hồi từ mức 74% trong năm 2026 lên 80% trong năm 2027 và duy trì ở mức 82-85% trong giai đoạn 2028-2030. Dự báo này dựa trên các yếu tố sau:

- Chúng tôi cho rằng đà sụt giảm công suất cảng sông trong giai đoạn 2025-2026 phần lớn phản ánh nhu cầu dồn nén từ các hãng tàu trong việc đưa tàu kích cỡ lớn hơn về Lạch Huyện, nơi các bến 1-2 trước đó đã hoạt động vượt công suất thiết kế. Việc đưa vào khai thác các bến từ 3 đến 6 tạo động lực cho việc thực hiện các đợt điều chuyển tuyến dịch vụ hàng hải này.

Biểu đồ 11: Sản lượng hàng hóa qua cảng và tỷ lệ khai thác công suất tại các cảng nước sâu and cảng sông, Hải Phòng
Chúng tôi dự báo tỷ lệ khai thác công suất tại các cảng sông sẽ cải thiện trong giai đoạn 2027-2030, bất chấp việc mở rộng công suất cảng nước sâu



Nguồn: HSC

- Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng làn sóng dịch chuyển tuyến dịch vụ sẽ hạ nhiệt đáng kể khi các bến từ 7 đến 10 đi vào vận hành vào cuối giai đoạn 2028-2030, do các bến cảng nước sâu hiện hữu khi đó vẫn còn dư địa công suất, cho phép tiếp nhận tàu lớn hơn trước cả khi các bến mới đi vào vận hành.
- Do đó, các cảng sông dự kiến sẽ duy trì công suất khai thác ổn định trong giai đoạn 2027-2030, nhờ sự hỗ trợ vững chắc từ lợi thế biểu phí xếp dỡ cạnh tranh cùng động lực tăng trưởng của dòng chảy thương mại nội Á.

Cán cân cung - cầu cụm Cái Mép - Thị Vải giữ vững triển vọng khả quan trong giai đoạn 2026-2030

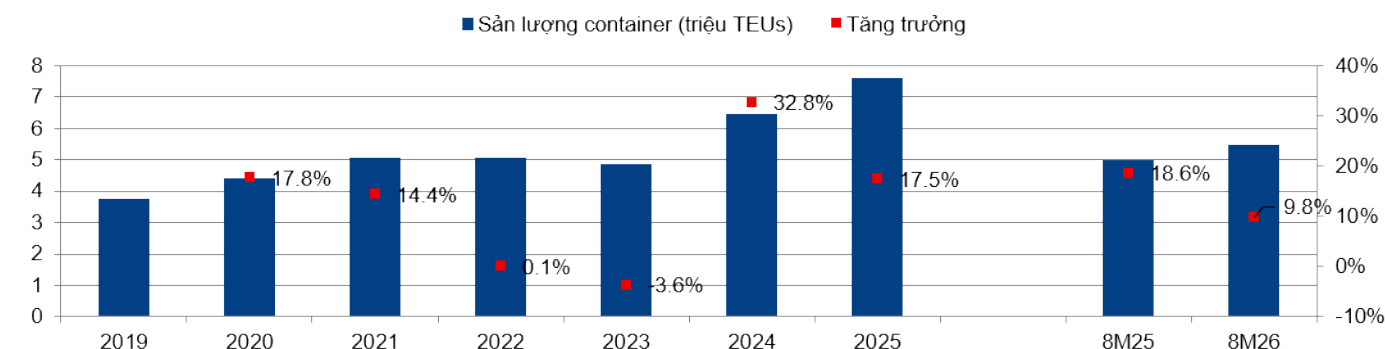
Các bến cảng tại Cái Mép - Thị Vải đang hoạt động vượt công suất thiết kế

Hệ thống cảng tại khu vực Cái Mép - Thị Vải ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng vững chắc 11,5% trong giai đoạn 2020-2025. Trong 8 tháng đầu năm 2026, sản lượng container qua cụm cảng CMTV tăng 9,8% so với cùng kỳ lên mức 5,47 triệu TEU (Biểu đồ 12). Mức sản lượng trên tương đương 116% so với công suất thiết kế 7,05 triệu TEU/năm của toàn bộ khu vực. Hiện tại, 4 trên tổng số 5 bến cảng đang vận hành vượt công suất thiết kế: GIL (135%), TCIT (132%), CMIT (121%) và TCTT (118%). SSIT là bến cảng duy nhất còn dư địa công suất, với công suất hoạt động 74% (Bảng 13).

Tình trạng thiếu hụt công suất này phản ánh sự thiếu vắng nguồn cung mới. Công suất thiết kế của CMTV giữ nguyên ở mức 7,05 triệu TEU/năm trong giai đoạn 2022-2026, trong khi sản lượng hàng hóa qua cảng tăng từ 5,05 triệu TEU năm 2022 lên 7,6 triệu TEU vào năm 2025. Kết quả là, công suất hoạt động của toàn khu vực đã tăng mạnh từ 72% trong năm 2022 lên 108% trong năm 2025, và chúng tôi kỳ vọng con số này sẽ chạm mốc 119% trong năm 2026.

Biểu đồ 12: Sản lượng container qua cảng CMTV (triệu TEU)

8 tháng đầu năm 2026 sản lượng hàng hóa qua cảng container tăng 9,8% so với cùng kỳ



Nguồn: VPA, HSC

Bảng 13: Sản lượng hàng hóa qua cảng 8 tháng đầu năm 2026, khu vực CMTV

4/5 bến cảng tại CMTV đang khai thác vượt công suất thiết kế

TEUs	8 tháng đầu năm 2026	So với cùng kỳ	Hiệu suất 8 tháng đầu năm 2026	Công suất thiết kế
TCIT	1,535,571	4.1%	131.6%	1,750,000
TCTT	789,178	-4.0%	118.4%	1,000,000
CMIT	885,506	9.4%	120.8%	1,100,000
SSIT	737,518	15.2%	73.8%	1,500,000
GIL	1,525,335	23.4%	134.6%	1,700,000
Tổng cộng	5,473,108	9.8%	116.4%	7,050,000

Nguồn: VPA, HSC Research

Nguồn cung mới nhiều khả năng chưa thể giải tỏa tình trạng thiếu hụt công suất cho đến giai đoạn 2029-2030

Ba dự án dự kiến sẽ đi vào vận hành trong giai đoạn 2027-2030, nâng tổng công suất thiết kế của cụm cảng Cái Mép - Thị Vải lên 14,05 triệu TEU/năm từ mức 7,05 triệu TEU/năm hiện tại (Bảng 14- Biểu đồ 15):

- Gemalink (GIL) Giai đoạn 2 và 3: Giai đoạn 2 (bổ sung công suất 1 triệu TEU/năm) dự kiến sẽ chính thức đưa vào khai thác thương mại trong Q4/2027. Giai đoạn 3 nhiều khả năng sẽ được đưa vào vận hành trong năm 2029, nâng công suất thiết kế của GIL lên lần lượt 2,7 triệu TEU/năm vào năm 2027 và 3,7 triệu TEU/năm vào năm 2029, so với mức 1,7 triệu TEU/năm hiện tại.
- Cái Mép Hạ Giai đoạn 1: Công suất 2 triệu TEU/năm. Chúng tôi kỳ vọng cảng sẽ bắt đầu vận hành từ cuối năm 2028.
- Cần Giờ Giai đoạn 1: Công suất 3 triệu TEU/năm, dự kiến vận hành vào năm 2030. Giai đoạn 1 của cảng Cần Giờ có công suất thiết kế 3 triệu TEU/năm và dự kiến bắt đầu vận hành từ năm 2030. Cảng sẽ đóng vai trò là một trung tâm trung chuyển quốc tế, hướng tới cơ cấu sản lượng mục tiêu với hàng trung chuyển chiếm 75% và hàng xuất nhập khẩu chiếm 25% tổng lượng hàng hóa qua cảng. Với 49% tỷ lệ sở hữu tại dự án, hãng tàu MSC nhiều khả năng sẽ chủ động điều chuyển một phần sản lượng trung chuyển từ trung tâm Singapore sang Cần Giờ ngay thời điểm hòa mạng vận hành, nhằm nhanh chóng tối đa hóa tỷ lệ lấp đầy công suất của bến cảng.

Với giả định tăng trưởng sản lượng hàng năm đạt 9-10% trong giai đoạn 2027-2029 và tăng tốc lên 18% vào năm 2030 nhờ bổ sung thêm sản lượng hàng trung chuyển tại Cần Giờ, HSC kỳ vọng đã tăng trưởng nhu cầu sẽ hấp thụ phần lớn nguồn cung công suất mới này. Công suất hoạt động dự kiến sẽ tiếp tục duy trì trên mức 100% trong giai đoạn 2026-2028 trước khi thu hẹp về mức 94% vào năm 2030 nhưng vẫn là mức rất cao.

Bảng 14: Công suất thiết kế, cảng CMTV

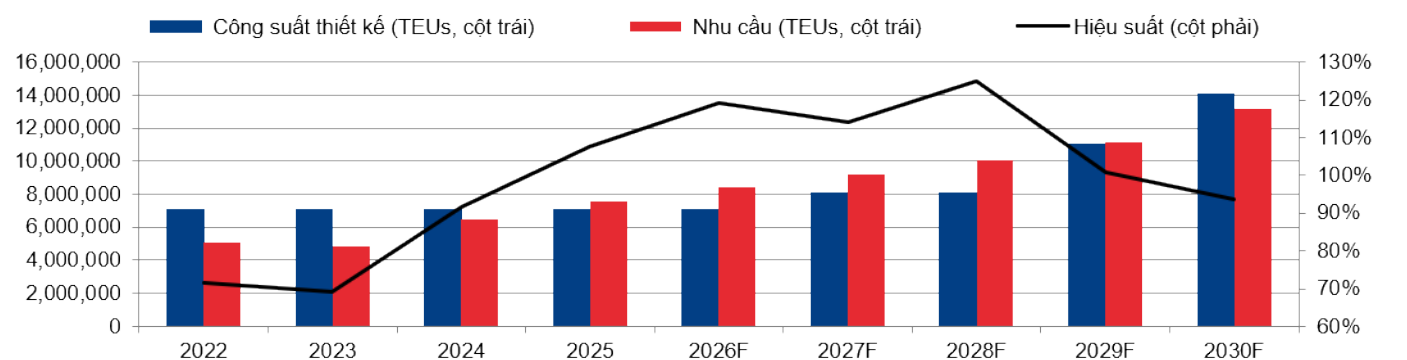
Công suất cảng CMTV vào năm 2030 sẽ gấp đôi công suất hiện tại

TEUs/năm	2026	2027	2028	2029	2030
TCIT	1,750,000	1,750,000	1,750,000	1,750,000	1,750,000
TCTT	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000
CMIT	1,100,000	1,100,000	1,100,000	1,100,000	1,100,000
SSIT	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000
GIL	1,700,000	2,700,000	2,700,000	3,700,000	3,700,000
Cái Mép Hạ				2,000,000	2,000,000
Cần Giờ					3,000,000
Tổng cộng	7,050,000	8,050,000	8,050,000	11,050,000	14,050,000

Nguồn: HSC

Biểu đồ 15: Hiệu suất cảng, CMTV

Hiệu suất của cảng CMTV gần như sẽ duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2026-2030



Nguồn: HSC

Dự địa tăng phí bốc xếp

Giá dịch vụ bốc xếp container tại Việt Nam được Nhà nước quy định theo khung giá sàn và giá trần thay vì áp dụng một mức giá cố định. Các doanh nghiệp cảng biển được chủ động định giá trong khung này, và khung giá được phân hóa theo từng khu vực cảng:

- Các cảng nước sâu (Lạch Huyện và Cái Mép - Thị Vải): Dao động từ 63-73 USD đối với container 20 feet có hàng và 94-107 USD đối với container 40 feet.
- Các cảng sông Hải Phòng (Khu vực I, không bao gồm Lạch Huyện): Dao động từ 36-53 USD đối với container 20 feet và 55-81 USD đối với container 40 feet.

Do áp lực cạnh tranh cao cùng tình trạng dư cung, các cảng sông tại Hải Phòng và các cảng nước sâu Lạch Huyện hiện đều đang thu phí bốc xếp ở mức giá sàn. Trong khi đó, khu vực Cái Mép - Thị Vải bắt đầu đưa ra mức phí cao hơn mức sàn nhờ tình trạng thiếu hụt công suất tại khu vực này.

Ba lần tăng giá kể từ năm 2017, nhưng vẫn thấp

Phí bốc xếp của Việt Nam hiện thấp hơn nhiều so với các nước trong khu vực (Bảng 16), trong khi năng suất khai thác của các cảng biển không hề thua kém. Theo Chỉ số Hiệu quả Cảng Container Toàn cầu năm 2025 do Ngân hàng Thế giới và S&P Global công bố vào tháng 6/2026 (đánh giá hơn 400 cảng biển), Cái Mép xếp thứ 11 và Hải Phòng xếp thứ 13 trên toàn cầu. Nói cách khác, trong khi năng lực vận hành cảng biển của Việt Nam đã tiệm cận nhóm 10% dẫn đầu toàn cầu, nhưng mặt bằng biểu phí dịch vụ vẫn đang nằm trong nhóm 25% thấp nhất khu vực. Do đó, chúng tôi nhận thấy vẫn còn nhiều dư địa để tiếp tục tăng giá dịch vụ bốc xếp trong tương lai nhằm tiệm cận với mặt bằng giá cước của khu vực.

Bảng 16: Khung giá dịch vụ xếp dỡ (USD/container), Việt Nam

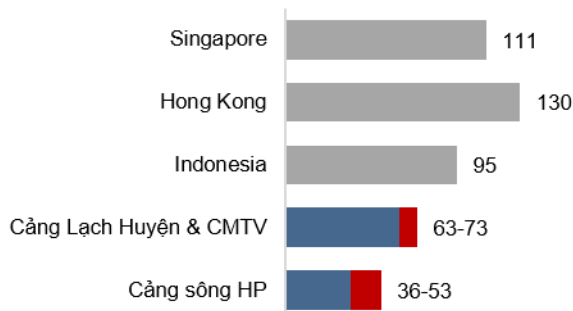
Việt Nam đã tăng giá dịch vụ xếp dỡ gấp ba lần kể từ năm 2017...

Ngày hiệu lực	Cảng nước sâu (Lạch Huyện & CMTV)		Cảng sông tại Hải Phòng	
	20ft	40ft	20ft	40ft
01/07/2017	46-60	68-88	30-53	45-81
01/01/2019	52-60	77-88	33-53	50-81
15/02/2024	57-66	85-97	36-53	55-81
01/02/2026	63-73	94-107	36-53	55-81

Nguồn: HSC

Biểu đồ 17: So sánh giá dịch vụ xếp dỡ container 20 feet

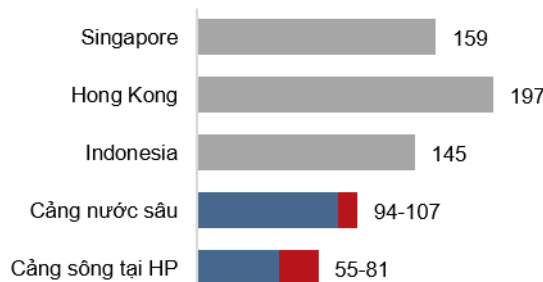
... tuy nhiên, giá dịch vụ xếp dỡ đối với container 20 feet



Nguồn: HSC

Biểu đồ 18: So sánh giá dịch vụ xếp dỡ container 40 feet

...& container 40 feet vẫn thấp hơn các nước trong khu vực



Nguồn: HSC

Tiêu điểm GMD: Doanh nghiệp khai thác cảng hàng đầu với hệ thống logistics tích hợp

GMD khẳng định vị thế doanh nghiệp khai thác cảng tư nhân số một Việt Nam nhờ có hệ sinh thái cảng biển ở các vị trí đắc địa, trải dài từ cụm cảng cửa ngõ Hải Phòng, Cái Mép - Thị Vải đến các trung tâm logistics trọng điểm trong nội địa. Hệ sinh thái tích hợp gồm cảng biển, cảng cạn (ICD), depot và dịch vụ vận tải thủy nội địa giúp công ty tăng cường khả năng kết nối khách hàng và hỗ trợ luồng hàng hóa lưu thông thông suốt trên toàn mạng lưới. Mặc dù cảng Nam Đình Vũ đang chịu áp lực cạnh tranh trong ngắn hạn tại Hải Phòng, chúng tôi kỳ vọng sản lượng của cảng sẽ tăng trưởng trở lại từ năm 2027. Trong khi đó, vị thế cạnh tranh vững chắc cùng tiến độ triển khai các dự án mở rộng tại Gemalink sẽ đóng vai trò là cỗ máy tăng trưởng chủ lực thúc đẩy sản lượng thông quan và tăng trưởng lợi nhuận của GMD trong trung hạn.

NDV: Cảng sông tốt nhất tại Hải Phòng

Cảng Nam Đình Vũ sở hữu vị thế cạnh tranh vững chắc nhất trong số các cảng sông tại Hải Phòng nhờ quy mô, hạ tầng, vị trí đắc địa và khả năng tiếp cận mạng lưới logistics tích hợp của GMD:

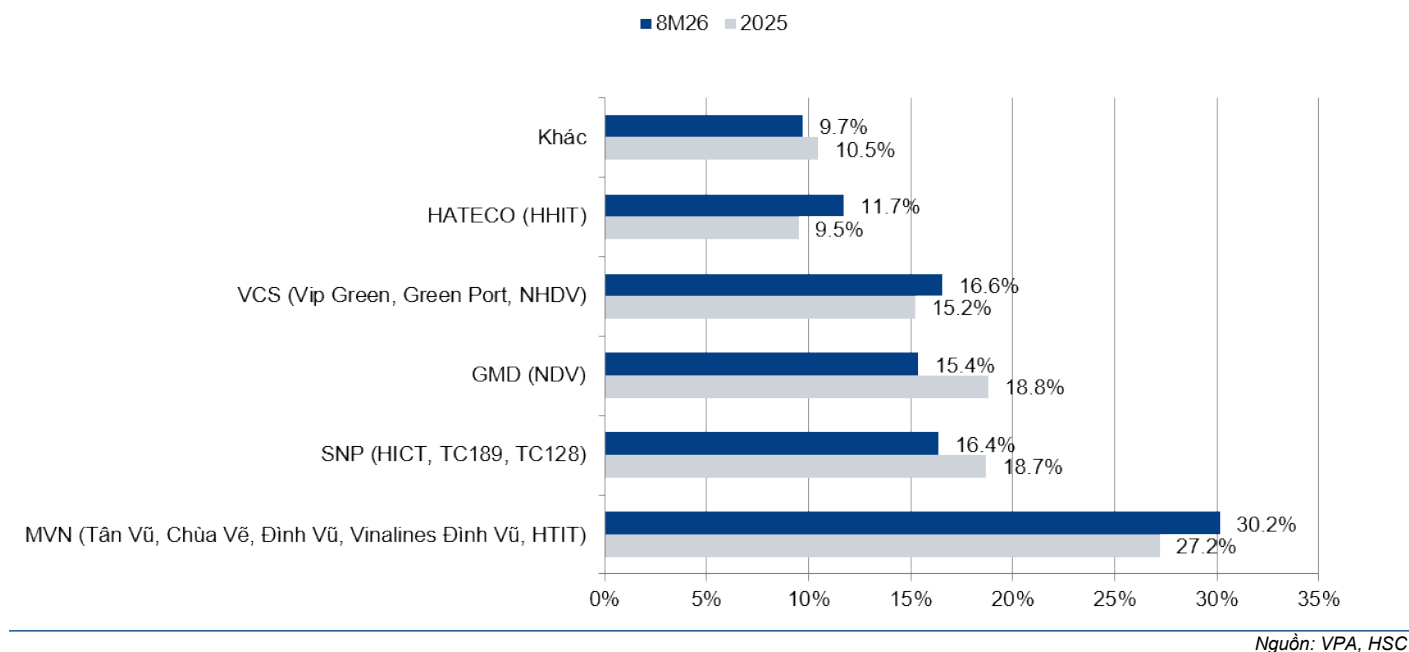
- Dẫn đầu về hạ tầng và công suất:** NDV sở hữu 7 cầu cảng, nhiều nhất trong các cảng sông tại khu vực, cùng công suất thiết kế 2 triệu TEU/năm với tiềm năng thông qua lên tới 2,5 triệu TEU/năm, tương đương với bến cảng nước sâu lớn nhất tại Lạch Huyện. Cảng cũng sở hữu trang thiết bị quy mô và hiện đại nhất trong nhóm cảng sông, nổi bật với lợi thế áp đảo về chiều cao nâng cũng như tầm với của dàn cầu bờ. Ngoài ra, hệ thống cơ sở vật chất của NDV còn bao gồm một cầu cảng chuyên dụng cho hàng quá khổ, quá tải với khả năng bốc dỡ hàng siêu trường siêu trọng – đây là cầu bến chuyên dụng duy nhất tại Hải Phòng phục vụ hàng dự án và hàng kết cấu.
- Vị trí đắc địa và năng lực tiếp nhận tàu lớn:** Tọa lạc ngay cửa sông, cảng NDV có khả năng tiếp nhận tàu có tải trọng lên đến khoảng 55.000 DWT, thuộc nhóm tàu lớn nhất mà các cảng sông trong khu vực có thể xử lý. Sở hữu vùng quay tàu lên đến 360 m (cao hơn mức trần khoảng 300 m của các bến cảng sông lân cận), cảng có bán kính điều động cơ động và an toàn hàng hải tối ưu, tạo lợi thế cạnh tranh trong việc thu hút các hãng tàu mở thêm tuyến dịch vụ mới.

- **Phù hợp với các tuyến dịch vụ nội Á:** Cụm cảng Đình Vũ sở hữu lợi thế đón tàu tối ưu đối với cỡ tàu 3.000-4.000 TEU chuyên khai thác các tuyến hải trình nội Á. Điều này hoàn toàn tương thích với cơ cấu hàng hóa của NDV, khi các tuyến nội Á đóng góp khoảng 75% tổng sản lượng thông qua cảng.
- **Hậu thuẫn từ hệ sinh thái logistics của GMD:** Hệ thống mạng lưới tích hợp gồm cảng biển, ICD, depot và các dịch vụ logistics của GMD giúp NDV cung cấp các giải pháp cảng và logistics trọn gói, qua đó hỗ trợ duy trì tệp khách hàng hiện hữu và thu hút thêm các hãng tàu mới.

Trong 8 tháng đầu năm 2026, sản lượng hàng hóa của cảng NDV giảm 10% so với cùng kỳ xuống còn 901.895 TEU sau khi hãng tàu MSC chuyển tuyến dịch vụ Dolphin sang cảng mới đi vào hoạt động là HTIT (cơ sở do hãng tàu này nắm giữ 50% cổ phần). Tuy nhiên, MSC vẫn tiếp tục khai thác một tuyến nội Á tại NDV do phí bốc xếp tại đây thấp hơn so với cảng nước sâu và quy mô cỡ tàu tương thích với lưu lượng hàng hóa thực tế.

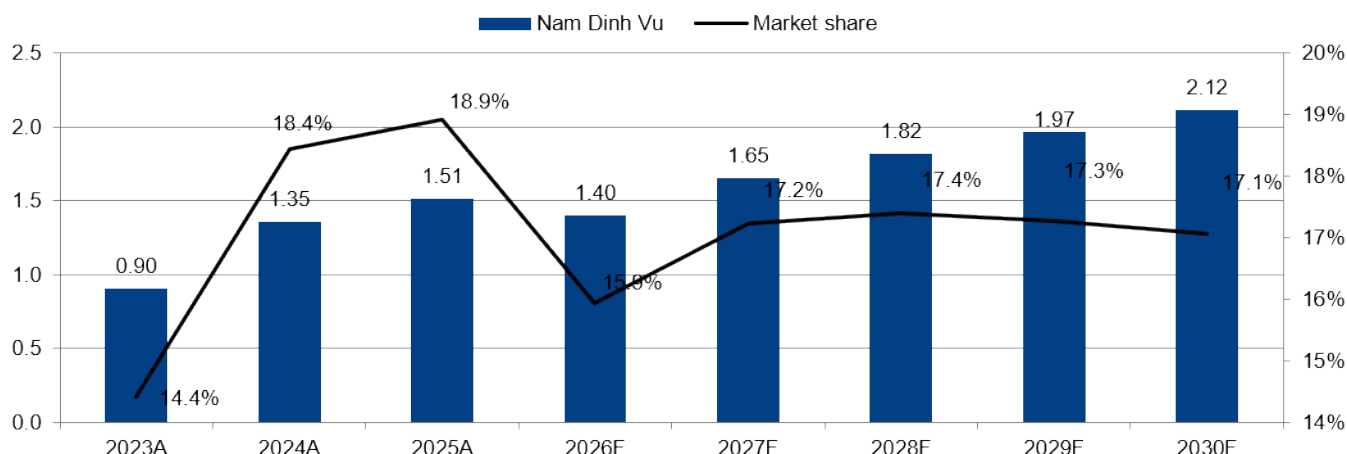
Biểu đồ 19: Thị phần các bến cảng tại Hải Phòng

Sản lượng hàng hóa thông qua cảng của NDV trong 8 tháng đầu năm 2026 giảm 10% svck, khiến thị phần giảm xuống còn 15,4%...



Biểu đồ 20: Sản lượng container thông qua cảng của NDV

...tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng sản lượng và thị phần sẽ phục hồi từ năm 2027 nhờ lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp



Nguồn: VPA, HSC

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa qua cảng và thị phần của cảng NDV sẽ bắt đầu hồi phục từ năm 2027, với dự báo sản lượng sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2026-2030 đạt 11%, đồng thời thị phần giai đoạn 2027-2030 sẽ mở rộng lên khoảng 17,2% so với mức đáy 15,9% của năm 2026. Tuy nhiên, chúng tôi đã điều chỉnh giảm bình quân 19% dự báo sản lượng cho giai đoạn 2026-2028 nhằm phản ánh áp lực cạnh tranh gia tăng từ các cảng nước sâu tại Lạch Huyện.

GIL dự kiến hấp thụ phần lớn sản lượng tăng thêm trong giai đoạn 2027-2028 tại CMTV

Gemalink sở hữu lợi thế cạnh tranh vượt trội so với các cảng khác trong cụm cảng Cái Mép - Thị Vải:

- GIL là cảng duy nhất trong khu vực có bến sà lan riêng biệt, cho phép chuyển tải container trực tiếp giữa tàu mẹ và sà lan mà không chiếm dụng cầu bến chính. Điều này giúp hoạt động của sà lan diễn ra thông suốt và rút ngắn thời gian chờ, mang lại lợi thế khi có đến khoảng 85% hàng hóa luân chuyển giữa cụm cảng Cái Mép với TP.HCM hoặc các cảng cận lân cận được vận chuyển bằng đường thủy nội địa, so với chỉ khoảng 15% đi bằng đường bộ.
- Hệ thống cầu STS của Gemalink có độ tĩnh không vượt trội, cho phép xếp dỡ các block container xếp cao tới 11 tầng trên boong tàu, vượt trội so với trần kỹ thuật 9 tầng tại các cảng lân cận. Với tầm vươn đạt 25 hàng container, dàn cầu của cảng hoàn toàn đủ khả năng tiếp nhận và bốc dỡ các siêu tàu container lớn nhất thế giới ở thời điểm hiện tại (có chiều rộng thân tàu khoảng 24 hàng). Năng suất giải phóng tàu đạt 32,1 container/giờ trong 6 tháng đầu năm 2026, cao nhất toàn khu vực Cái Mép.
- Lũy kế 8 tháng đầu năm 2026, sản lượng thông quan của GIL chạm mốc 1,5 triệu TEU, tăng 23% so với cùng kỳ, xác lập mức tăng trưởng cao nhất trong cụm cảng CMTV và bỏ xa mức tăng trưởng bình quân 9,8% của toàn khu vực (Bảng 21). Kết quả tích cực này phản ánh rõ nét các ưu thế cạnh tranh kể trên và vượt kỳ vọng của chúng tôi, hoàn thành 71% dự báo trước đây cho cả năm 2026.
- Dự án GIL Giai đoạn 2 dự kiến đi vào vận hành thương mại từ Q4/2027, tạo động lực cho cảnh đón đầu phần lớn sản lượng hàng hóa tăng thêm của khu vực và duy trì vị thế là cảng có tốc độ tăng trưởng sản lượng cao nhất toàn cụm CMTV trong giai đoạn 2027-2028. Đợt mở rộng này sẽ nâng công suất thiết kế của GIL thêm 58% lên mức 2,7 triệu TEU/năm, đồng thời mở rộng thị phần từ 25% năm 2025 lên 31%.
- Nhờ đó, tính đến năm 2030, GIL dự kiến sẽ giữ vững vị thế cảng lớn nhất khu vực CMTV với công suất thiết kế đạt 3,7 triệu TEU/năm. Cảng Cần Giờ xếp thứ hai với

công suất 3 triệu TEU/năm. Tuy nhiên, cảng này sẽ chủ yếu phục vụ nguồn hàng trung chuyển quốc tế.

- Thêm vào đó, GIL được dự báo sẽ có mức chi phí vốn đầu tư trên mỗi đơn vị công suất thấp nhất trong số các dự án cảng đi vào hoạt động tại CMTV trong giai đoạn 2020-2030: Việc đi vào vận hành từ năm 2021 giúp Giai đoạn 1 hưởng lợi từ chi phí xây dựng và giá thiết bị thấp hơn nhiều so với mặt bằng chi phí ở thời điểm hiện tại. Nhờ kế thừa toàn diện quỹ đất sẵn có và hệ thống hạ tầng kỹ thuật phụ trợ từ Giai đoạn 1, Giai đoạn 2 duy trì được mức vốn đầu tư trên đơn vị công suất thấp hơn nhiều so với các dự án phát triển mới hoàn toàn như Cái Mép Hạ hay Cần Giờ trong những năm tới.

Bảng 21: Các dự án cảng giai đoạn 2020–2030 tại khu vực CMTV

Giai đoạn 1 và 2 của GIL có vốn đầu tư trên mỗi đơn vị thấp hơn so với Cái Mép Hạ và Cần Giờ

	Hoạt động	Tỷ lệ nợ	Công suất	Vốn đầu tư (Tỷ đồng)	Vốn đầu tư/đơn vị (đồng/TEU)
GIL giai đoạn 1	2021	70%	1,700,000	6,900	4,058,824
GIL giai đoạn 2	4Q27	85%	1,350,000	5,830	4,318,519
Cái Mép Hạ giai đoạn 1	4Q28	80%	2,000,000	12,500	6,250,000
GIL giai đoạn 3	2029	N/a	1,000,000	N/a	N/a
Cần Giờ giai đoạn 1	2030	70%	3,000,000	20,620	6,873,333

Nguồn: HSC

ICD Phước Long & cảng Bình Dương sẽ hưởng lợi từ đà tăng trưởng của CMTV

Cả ICD Phước Long và cảng Bình Dương chủ yếu phục vụ các lô hàng kết nối với các tuyến vận tải quốc tế thông qua cụm cảng Cái Mép - Thị Vải. Do đó, đà tăng trưởng sản lượng của hai cảng này gắn liền mật thiết với cụm cảng Cái Mép, với khoảng 90-95% luồng hàng hóa qua mạng lưới ICD có điểm đến hoặc xuất phát từ Cái Mép.

Hiện tại, Gemalink đóng góp xấp xỉ 35% tổng sản lượng hàng hóa luân chuyển qua cảng Phước Long và Bình Dương, đồng thời công ty đặt mục tiêu mở rộng tỷ trọng đóng góp này lên 45%. Khi sản lượng tại GIL và toàn khu vực Cái Mép tiếp tục tăng, nhu cầu vận tải bằng sà lan kết nối giữa Cái Mép với các cảng nội địa/ICD tại khu vực Đồng Nai - Bình Dương/TP.HCM cũng sẽ tăng tương ứng, qua đó thúc đẩy đà tăng trưởng sản lượng tại ICD Phước Long và Cảng Bình Dương.

Tuy nhiên, ICD Phước Long đang đối mặt với rủi ro di dời trong dài hạn do nằm trong cụm cảng/ICD Trường Thọ, khu vực mà TP.HCM đang có kế hoạch tái thiết để phát triển đô thị với mục tiêu di dời các cơ sở hiện hữu vào khoảng năm 2030. Bất kỳ phương án di dời nào cũng sẽ cần một địa điểm thay thế phù hợp cùng lộ trình chuyển tiếp hợp lý nhằm hạn chế tối đa nguy cơ gián đoạn mạng lưới logistics của TP.HCM. Khu vực Long Bình đang là địa điểm tiềm năng để tiếp nhận di dời, song quy hoạch chi tiết cuối cùng vẫn đang trong giai đoạn chờ phê duyệt.

Mô hình định giá hiện tại của chúng tôi giả định ICD Phước Long sẽ dừng hoạt động tại địa điểm hiện tại vào năm 2030, đồng nghĩa với việc GMD sẽ mất đi phần doanh thu liên quan từ năm này. Chúng tôi chưa phản ánh bất kỳ khoản đóng góp nào từ cảng thay thế mới. Vì vậy, nếu GMD chọn được địa điểm thay thế có đủ khả năng tiếp cận và kết nối thuận lợi tương đương, đây sẽ là yếu tố mang lại tiềm năng tăng trưởng cao hơn so với dự báo của chúng tôi. Ngược lại, cảng Bình Dương được đưa vào khai thác thương mại từ năm 2004 với thời hạn hoạt động 49 năm, qua đó bảo đảm quyền khai thác hợp pháp của công ty đến năm 2053.

Dự báo lợi nhuận mới cho GMD

Sau khi phân tích KQKD 8 tháng đầu năm 2026 cũng như cán cân cung - cầu tại cảng Hải Phòng và cụm cảng CMTV, HSC giảm dự báo sản lượng hàng hóa của cảng Nam Đình Vũ và tăng dự báo đối với Gemalink. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng phản ánh vào mô hình dự báo khoản lợi nhuận không thường xuyên 600 tỷ đồng (lợi nhuận trước thuế) từ việc bán 49,1% vốn tại CJ Gemadept Logistics Holding (chưa niêm yết) trong nửa đầu năm 2026. Theo đó, chúng tôi tăng 17%/26% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi/lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028.

Bảng 22: Điều chỉnh dự báo sản lượng của GMD

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo sản lượng của GIL nhờ sản lượng thực tế tích cực trong 8 tháng đầu năm 2026, đồng thời điều chỉnh giảm giả định sản lượng của NDV

nghìn TEU	2025A	2026F	Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh			2025A-28F CAGR
			2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	
Nam Đình Vũ	1,496	1,800	2,000	2,200	1,400	1,650	1,815	-22%	-18%	-18%	6.7%
GIL	1,931	2,017	2,250	2,925	2,338	2,650	3,127	16%	18%	7%	17.4%
PL & BD	1,652	1,685	1,719	1,754	1,768	1,856	1,912	5%	8%	9%	5.0%
Tổng cộng	5,079	5,503	5,969	6,879	5,506	6,156	6,854	0%	3%	0%	10.5%
Tăng trưởng											
Nam Đình Vũ	11%	14%	12%	40%	-6%	18%	10%				
Gemalink	10%	11%	12%	55%	21%	13%	18%				
ICDs PL & BD	23%	2%	2%	6%	7%	5%	3%				
Tổng cộng	14%	9%	9%	35%	8%	12%	11%				

Nguồn: HSC

Bảng 23: Điều chỉnh dự báo, GMD

Điều chỉnh nâng dự báo LNTT/Lợi nhuận thuần cốt lõi bình quân 17%/26% trong giai đoạn 2026-2028

Tỷ đồng	2026F	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	
Doanh thu thuần	6,556	7,364	8,034	6,806	7,821	8,682	4%	6%	8%	
Lợi nhuận thuần	2,075	2,313	2,695	2,818	2,804	3,191	36%	21%	18%	
LNTT cốt lõi	3,025	3,374	3,859	3,441	3,937	4,453	18%	17%	15%	
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần	10%	12%	9%	14%	15%	11%				
Lợi nhuận thuần	18%	11%	17%	60%	0%	14%				
LNTT cốt lõi	4%	12%	14%	18%	14%	13%				

Nguồn: HSC

Duy trì k/n Mua vào với giá mục tiêu 98.600 đồng/cp (tiềm năng tăng giá 27%)

HSC tăng 5% giá mục tiêu lên 98.600 đồng/cp sau khi điều chỉnh tăng bình quân 17%/26% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi/lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028, đồng thời duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá là 27%. Luận điểm đầu tư của chúng tôi được củng cố vững chắc nhờ GMD sở hữu danh mục cảng biển tại các vị trí đắc địa ở cả miền Nam và miền Bắc, cùng với hệ sinh thái logistics tích hợp giúp tối ưu hóa khả năng kết nối nguồn hàng và cung ứng toàn diện các giải pháp logistics trọn gói cho khách hàng. Gemalink được kỳ vọng sẽ giữ vững vị thế cảng lớn nhất khu vực Cái Mép - Thị Vải cho đến năm 2030, trong khi Nam Đình Vũ tiếp tục là cảng sông lớn nhất miền Bắc, giúp GMD đón đầu đà tăng trưởng thương mại và sản lượng container trong dài hạn tại hai cụm cảng trọng điểm của cả nước.

Đối với SCS – đơn vị vận hành ga hàng hóa hàng không mà chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ – thông tin chi tiết được thảo luận từ trang 14 của báo cáo này. Bảng so sánh định giá cho thấy SCS đang giao dịch ở mức thấp hơn nhiều so với GMD (Bảng 24), bất chấp việc GMD có hiệu suất vượt trội hơn hẳn so với SCS (Bảng 25).

Nói cách khác, chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu GMD dù có mức định giá cao, do phản ánh triển vọng lợi nhuận vững chắc hơn (dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 22%), dưới trợ lực từ các dự án mở rộng công suất. Ngược lại, triển vọng lợi nhuận của SCS đứng trước áp lực sụt giảm khi sân bay Long Thành đi vào vận hành thương mại, kích hoạt làn sóng dịch chuyển luồng hàng từ sân bay Tân Sơn Nhất sang sân bay Long Thành, khiến sản lượng giảm (tăng trưởng âm với tốc độ CAGR 3 năm đạt -20%).

Bảng 24: So sánh định giá, các DN ngành cảng biển HSC khuyến nghị

GMD và SCS đều giao dịch thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 1,2-1,3 độ lệch

Đồng	Thị giá	Vốn hóa (triệu USD)	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá	P/E trượt dự phóng 1 năm	Bình quân 3 năm P/E	Độ lệch chuẩn
GMD	77,600	1,255	Buy	98,600	27,1%	13.0	18.4	-1.2
SCS	43,400	158	Hold	45,500	4.8%	7.8	10.7	-1.3
Bình quân						N/m	N/m	-1.25

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 25: Diễn biến giá cổ phiếu, các DN ngành cảng biển HSC khuyến nghị

GMD giao dịch tích cực hơn VN Index trong khi SCS kém khả quan hơn

	1 tháng	3 tháng	So với đầu năm	1 năm
GMD	-2.4%	3.0%	27.2%	21.0%
SCS	-2.4%	-7.4%	-15.6%	-21.3%
Bình quân	-2.4%	-2.2%	5.8%	-0.2%
VN Index	-4.9%	-6.9%	-2.6%	3.2%

Nguồn: HSC ước tính

Hàng hóa hàng không: Hoạt động của sân bay Long Thành tạo áp lực lên triển vọng của SCS

Trong 8 tháng đầu năm 2026, tổng sản lượng hàng hóa hàng không của cả nước tăng 11% so với cùng kỳ dưới sự dẫn dắt của phân khúc hàng quốc tế (tăng 18%), cho dù tốc độ mở rộng đã giảm tốc trong tháng 7 và tháng 8 sau làn sóng nhập trữ hàng trước khi áp thuế kết thúc. HSC kỳ vọng sản lượng toàn ngành sẽ phục hồi trong Q4/2026 nhờ nhu cầu mùa lễ hội và lượng hàng tồn kho dần trở về mức bình thường. Tuy nhiên, SCS ghi nhận KQKD kém khả quan hơn toàn ngành khi sản lượng hàng hóa giảm 7,6% so với cùng kỳ. Triển vọng nhiều khả năng sẽ tiếp tục suy yếu khi các chuyến bay quốc tế dần chuyển dịch từ sân bay Tân Sơn Nhất sang sân bay Long Thành từ Q2/2027. Trước những áp lực dự kiến lên sản lượng và lợi nhuận trong giai đoạn chuyển tiếp này, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với SCS xuống **Năm giữ** và giảm 20% giá mục tiêu xuống 45.500 đồng/cp.

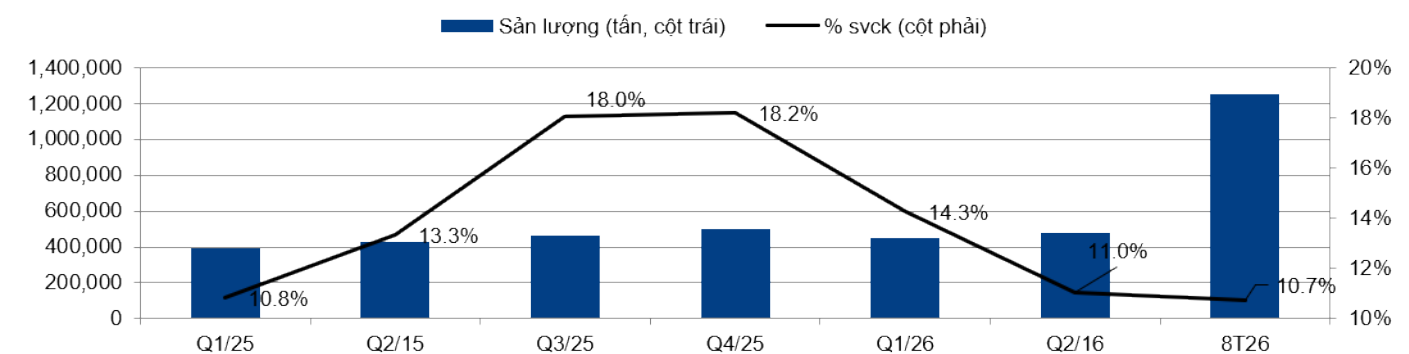
Sản lượng container 8 tháng đầu năm 2026 tăng 11% svck

Bất chấp áp lực từ đà leo thang của giá dầu trong 8 tháng đầu năm 2026 dưới tác động của tình hình căng thẳng địa chính trị Mỹ - Iran, sản lượng hàng hóa hàng không của cả nước vẫn có sức chống chịu tốt, tăng 11% so với cùng kỳ, đạt 1,25 triệu tấn. Mức tăng 18% so với cùng kỳ của sản lượng hàng hóa quốc tế đã thừa sức bù đắp cho mức sụt giảm 8% so với cùng kỳ của sản lượng hàng hóa trong nước. HSC nhận định mức sụt giảm của sản lượng hàng hóa trong nước đến từ yếu tố có tính cơ cấu chính: Sự hoàn thiện của mạng lưới đường cao tốc đã gia tăng áp lực cạnh tranh từ phương thức đường bộ. Đồng thời, việc siết chặt kiểm soát thương mại tiểu ngạch biên giới làm suy giảm nhu cầu gom hàng trung chuyển từ miền Nam ra miền Bắc để tái xuất sang Trung Quốc, trong bối cảnh các luồng hàng hóa hiện có xu hướng bay thẳng sang Trung Quốc nhiều hơn.

Làn sóng nhập trữ hàng trước khi áp thuế đã thúc đẩy đà tăng trưởng của hàng hóa hàng không quốc tế trong nửa đầu năm 2026, với sản lượng tăng 21% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, đà tăng trưởng đã chậm lại, chỉ còn 9% so với cùng kỳ trong giai đoạn từ tháng 7 đến tháng 8 khi làn sóng xuất khẩu sớm này kết thúc. Mặc dù vậy, chúng tôi kỳ vọng sản lượng sẽ phục hồi trong Q4/2026, nhờ nhu cầu mua sắm mùa lễ hội và lượng hàng tồn kho từ đợt nhập trữ hàng trước khi áp thuế dần giảm bớt.

Biểu đồ 26: Sản lượng hàng hóa qua cảng hàng không, Việt Nam

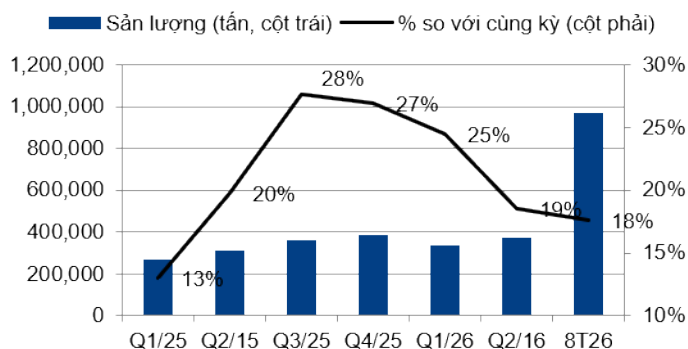
8 tháng đầu năm 2026 sản lượng hàng hóa qua cảng hàng không tăng 11% so với cùng kỳ



Nguồn: Tổng công ty Hàng không Việt Nam, HSC

Biểu đồ 27: Sản lượng hàng hóa hàng không quốc tế, VN

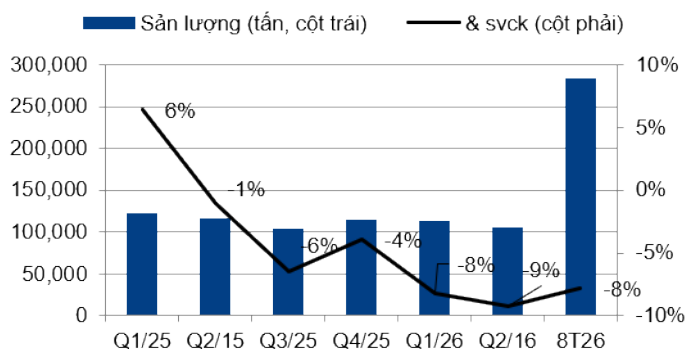
Sản lượng hàng hóa hàng không quốc tế trong 8 tháng đầu năm 2026 tăng 18% svck...



Nguồn: Tổng công ty Hàng không Việt Nam, HSC

Biểu đồ 28: Sản lượng hàng hóa hàng không nội địa, VN

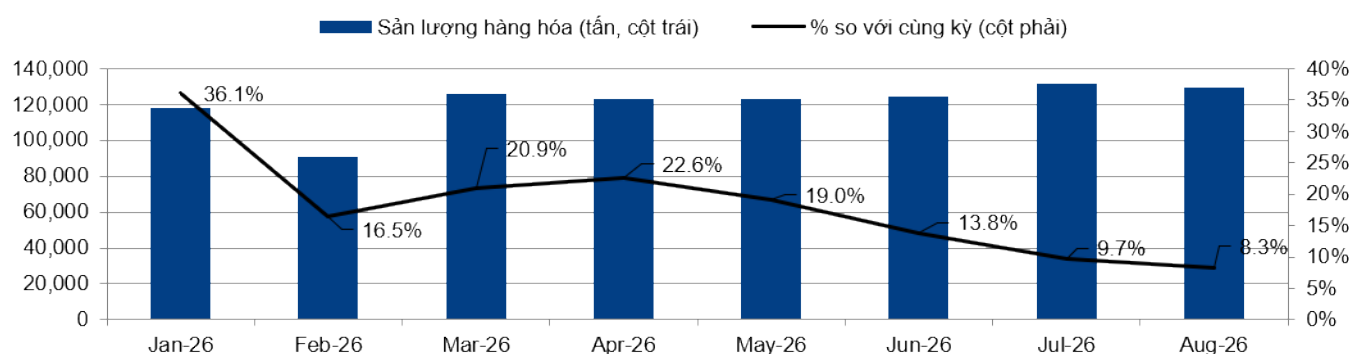
... trong khi sản lượng hàng hóa hàng không nội địa giảm 8% svck



Nguồn: Tổng công ty Hàng không Việt Nam, HSC

Biểu đồ 29: Sản lượng hàng hóa hàng không quốc tế hàng tháng, Việt Nam

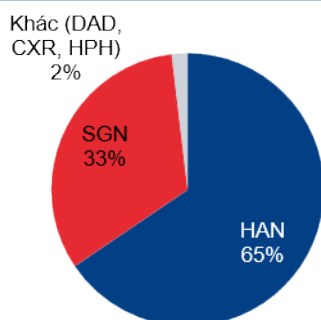
Tăng trưởng sản lượng chậm lại trong tháng 7-8 sau giai đoạn đẩy mạnh vận chuyển trước thời điểm áp dụng chính sách



Nguồn: Tổng công ty Hàng không Việt Nam, HSC

Biểu đồ 30: Cơ cấu SL hàng hóa hàng không quốc tế

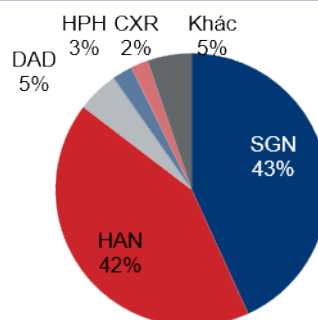
HAN và SGN chiếm 98% tổng sản lượng hàng hóa hàng không quốc tế...



Nguồn: Tổng công ty Hàng không Việt Nam, HSC

Biểu đồ 31: Cơ cấu sản lượng hàng hóa hàng không nội địa

... và chiếm 85% tổng sản lượng hàng hóa hàng không nội địa



Nguồn: Tổng công ty Hàng không Việt Nam, HSC

KQKD của các cảng hàng hóa hàng không lớn tại Việt Nam

Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất và sân bay Quốc tế Nội Bài tiếp tục giữ vững vị thế là hai trung tâm hàng hóa hàng không quan trọng của Việt Nam trong 8 tháng đầu năm 2026. SGN và HAN lần lượt xử lý 43% và 42% sản lượng hàng hóa hàng không quốc tế, vượt trội so với mức 33% của SGN. Các mặt hàng chủ lực được thông quan qua HAN là máy tính và linh kiện điện tử, vốn thuộc nhóm các mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam, qua đó củng cố vị thế của HAN là trung tâm hàng hóa hàng không lớn nhất cả nước.

Sản lượng 8 tháng đầu năm 2026 của SCS thấp hơn kỳ vọng và rủi ro từ việc vận hành sân bay Long Thành

Trái ngược tốc độ tăng trưởng tích cực của toàn ngành, KQKD 8 tháng đầu năm 2026 của SCS tương đối ảm đạm, phản ánh qua sản lượng hàng hóa giảm 7,6% so với cùng kỳ xuống còn 164.937 tấn. Diễn biến này chủ yếu phản ánh sự sụt giảm sản lượng từ hai khách hàng lớn là Emirates và Qatar Airways, do hoạt động khai thác của các hãng này bị gián đoạn bởi tình hình xung đột tại Trung Đông. Việc cắt giảm tần suất bay đã tạo áp lực lên sản lượng hàng hóa quốc tế của SCS, khiến mảng này giảm 8,1% so với cùng kỳ. Sản lượng hàng hóa trong nước cũng giảm 5,3% so với cùng kỳ, nhìn chung đồng pha với xu hướng giảm của toàn ngành.

Sân bay Quốc tế Long Thành dự kiến bắt đầu vận hành từ T12/2026

Căn cứ vào tiến độ xây dựng hiện tại, sân bay Long Thành dự kiến chính thức đi vào hoạt động từ tháng 12/2026. Dựa trên kế hoạch chuyển giao hạ tầng do ACV (Nắm giữ; giá mục tiêu 43.500 đồng/cp) đề xuất, toàn bộ các chuyến bay quốc tế sẽ lần lượt được di dời từ Tân Sơn Nhất về Long Thành theo lộ trình 3 giai đoạn:

- **Giai đoạn 1 (1/12/2026 - 27/3/2027):** Khuyến khích các hãng hàng không quốc tế chuyển sang khai thác tại sân bay Long Thành dựa trên nhu cầu thực tế, áp dụng cho các đường bay mới và các chuyến bay tăng tần suất.
- **Giai đoạn 2 (28/3/2027 - 30/10/2027):** Toàn bộ các đường bay tầm xa đến châu Âu, châu Mỹ, châu Đại Dương, châu Phi và Trung Đông sẽ được chuyển giao sang sân bay Long Thành.
- **Giai đoạn 3 (31/10/2027 - 25/3/2028):** Chuyển giao các đường bay quốc tế còn lại, ngoại trừ các chặng bay dưới 1.000 km do các hãng hàng không Việt Nam khai thác.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng làn sóng chuyển dịch luồng hàng hóa hàng không từ SGN sang LTH sẽ tập trung chủ yếu từ Q2/2027, thời điểm các đường bay tầm xa bắt đầu được bàn giao. Theo đó, sản lượng hàng hóa hàng không tại SGN (bao gồm SCS) dự kiến sẽ sụt giảm kể từ Q2/2027.

Từ năm 2027, sản lượng hàng hóa của SCS nhiều khả năng sẽ đối mặt với nhiều áp lực khi các hãng hàng không dần tái cấu trúc đường bay từ SGN sang LTH theo lộ trình được thảo luận bên trên. Vì vậy, chúng tôi dự báo sản lượng hàng hóa của SCS sẽ tăng trưởng âm so với cùng kỳ trong giai đoạn 2027-2029, trước khi quay trở lại đà tăng trưởng vào năm 2030 sau khi quá trình chuyển tiếp hoàn tất.

Xác suất để SCS giành quyền vận hành nhà ga hàng hóa hàng không của ACV rất thấp

Trước đây, SCS từng kỳ vọng sẽ được vận hành Nhà ga hàng hóa số 1 tại sân bay Long Thành do ACV làm chủ đầu tư. Tuy nhiên, nhiều khả năng ACV sẽ tự vận hành nhà ga này và chỉ thuê lại trang thiết bị cùng nhân lực từ phía SCS. Do đó, SCS sẽ chỉ ghi nhận doanh thu từ phí cho thuê, trong khi sản lượng hàng hóa của công ty nhiều khả năng sẽ sụt giảm mạnh sau khi sân bay Long Thành chính thức đi vào hoạt động.

Bảng 32: Sản lượng 8 tháng đầu năm 2026, SCS

Sản lượng hàng hóa thông qua cảng của SCS trong 8 tháng đầu năm 2026 giảm 7,6% svck, chỉ đạt 57% so với dự báo cả năm 2026 trước đây của chúng tôi

Tấn	8T25	8 tháng đầu năm 2026	So với cùng kỳ	% hoàn thành dự báo cũ
Sản lượng hàng hóa quốc tế	142,903	131,275	-8.1%	56.8%
Sản lượng hàng hóa nội địa	35,552	33,662	-5.3%	58.8%
Tổng cộng sản lượng hàng hóa hàng không	178,455	164,937	-7.6%	57.2%

Nguồn: SCS, HSC

Bảng 33: Điều chỉnh dự báo, SCS

Chúng tôi điều chỉnh giảm trung bình 8% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026–2028 do giảm giá định sản lượng

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	1,253	994	736	1,203	927	656	(4.0%)	(6.8%)	(10.9%)
Lợi nhuận thuần	775	615	446	758	566	390	(2.2%)	(7.9%)	(12.6%)
Tăng trưởng									
Doanh thu thuần	4.7%	(20.6%)	(26.0%)	0.5%	(22.9%)	(29.2%)			
Lợi nhuận thuần	3.2%	(20.7%)	(27.4%)	1.0%	(25.4%)	(31.1%)			

Nguồn: HSC

Tiêu điểm SCS: Giảm dự báo lợi nhuận và 20% giá mục tiêu; hạ k/n xuống Năm giữ

Sản lượng hàng hóa 8 tháng đầu năm 2026 của SCS thấp hơn kỳ vọng của HSC. Cùng với kế hoạch điều chuyển các chuyến bay sang LTH, chúng tôi điều chỉnh giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận giai đoạn năm tài chính 2026-2028. Hiện tại, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 về cơ bản đi ngang ở mức 758 tỷ đồng (tăng trưởng nhẹ 1%), trước khi giảm mạnh lần lượt 25% và 31% so với cùng kỳ trong các năm 2027 và 2028 khi các đường bay quốc tế chuyển dần sang sân bay Long Thành.

Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với SCS từ Tăng tỷ trọng xuống Năm giữ, đồng thời giảm 20% giá mục tiêu xuống 45.500 đồng/cp (từ mức 57.000 đồng/cp), phản ánh việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận cũng như thay đổi các giả định định giá. Triển vọng lợi nhuận của công ty dự kiến sẽ gặp nhiều thách thức, với lợi nhuận thuần thu hẹp đáng kể trong giai đoạn 2027-2028. Dù cổ phiếu hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,8 lần (thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 10,7 lần), HSC cho rằng cổ phiếu cần được định giá lại ở mặt bằng thấp hơn nhằm phản ánh triển vọng lợi nhuận kém khả quan trong thời gian tới.

Mua vào (giữ nguyên)

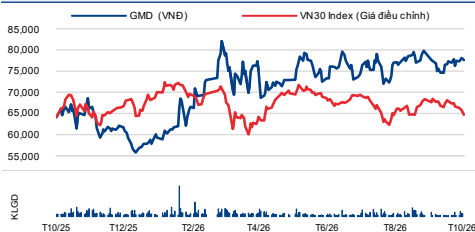
Giá mục tiêu: VNĐ98,600 (từ VNĐ94,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 27.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/10/2026)	77,600
Mã Bloomberg	GMD VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	55,781-82,020
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	77,740
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	32,608
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,255
Slg CP lưu hành (tr.đv)	420
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	206
Slg CP NN được mua (tr.đv)	43.5
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	38.6%
Tỷ lệ freefloat	92.2%
Cổ đông lớn	SSJ Consulting (4.02%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(2.39)	3.05	21.0
So với chỉ số	3.18	10.4	19.9
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	6,078	5,430	11.9
2027F	6,117	5,381	13.7
2028F	6,887	6,057	13.7

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

Giám đốc, Ngành C.Nghiệp & Công Nghệ
trang.ctmai@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

Tăng trưởng tích cực; nâng giá mục tiêu

- HSC tăng 5% giá mục tiêu đối với GMD lên 98.600 đồng/cp sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận. Với tiềm năng tăng giá là 27% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.
- Chúng tôi tăng bình quân 17%/26% dự báo LNTT từ HKKD cốt lõi/lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 nhờ: (1) tăng dự báo sản lượng hàng hóa tại cảng Gemalink (GIL) và (2) ghi nhận khoản lợi nhuận không thường xuyên từ việc thoái vốn trong Q2/2026.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index, GMD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 18,4 lần, mức định giá hấp dẫn theo quan điểm của chúng tôi.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q2/2026 và sản lượng hàng hóa 8 tháng đầu năm 2026

Xin lưu ý rằng, doanh thu thuần Q2/2026 đạt 1.763 tỷ đồng (+18% svck) và lợi nhuận thuần đạt 1.333 tỷ đồng (+155% svck). KQKD vượt kỳ vọng dựa trên hai động lực chính: (1) đóng góp lợi nhuận tích cực hơn dự kiến từ Gemalink (GIL; chưa niêm yết, GMD nắm giữ 65%) và (2) khoản lợi nhuận không thường xuyên từ thương vụ thoái 49% cổ phần tại CJ Gemadept Logistics Holding. Nếu loại trừ khoản lợi nhuận không thường xuyên này, doanh thu thuần và LNTT từ HKKD cốt lõi nửa đầu năm 2026 lần lượt hoàn thành 49% và 57% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của chúng tôi.

Trong khi đó, sản lượng hàng hóa 8 tháng đầu năm 2026 của Gemalink tăng mạnh, đạt 1,5 triệu TEU (+23,4% svck), hoàn thành 71% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của chúng tôi. Mặc dù vậy, sản lượng hàng hóa của cảng Nam Đình Vũ lại thấp hơn kỳ vọng khi chỉ đạt 0,9 triệu TEU (mới hoàn thành 53% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của chúng tôi).

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận

HSC tăng bình quân 17% dự báo LNTT từ HKKD cốt lõi giai đoạn 2026-2028, chủ yếu để phản ánh việc tăng dự báo lợi nhuận cho cảng Gemalink. Chúng tôi kỳ vọng LNTT từ HKKD cốt lõi sẽ tăng trưởng lần lượt 18%/14%/13% lên 3,4 nghìn tỷ đồng/3,9 nghìn tỷ đồng/4,5 nghìn tỷ đồng trong các năm 2026/2027/2028, tương ứng với tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 15,3%. Chúng tôi cũng tăng bình quân 26% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 sau khi công ty ghi nhận khoản lợi nhuận không thường xuyên từ hoạt động thoái vốn trong Q2/2026. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần sẽ đạt 2,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 (tăng trưởng 60%), gần như đi ngang trong năm 2027, trước khi tăng trưởng 13% trong năm 2028 lên mức 3,2 nghìn tỷ đồng.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index, GMD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 18,4 lần – mức định giá hấp dẫn theo quan điểm của chúng tôi. HSC tăng 5% giá mục tiêu lên 98.600 đồng/cp sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận. Với tiềm năng tăng giá 27%, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu GMD nhờ lợi thế sở hữu cụm cảng quy mô lớn tại các vị trí chiến lược thuộc những vùng kinh tế năng động nhất của cả nước, cộng hưởng với hệ sinh thái logistics tích hợp giúp doanh nghiệp đa dạng hóa chuỗi dịch vụ, gia tăng giá trị thặng dư cho khách hàng và nơi rộng tỷ suất lợi nhuận.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 6/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,218	2,826	3,821 ▲	4,343 ▲	4,662 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,459	1,756	2,818 ▲	2,836 ▲	3,193 ▲
EPS ĐC (đồng)	2,975	3,787	6,078 ▲	6,117 ▲	6,887 ▲
DPS (đồng)	2,216	3,082	2,233 ▲	2,233 ▲	2,233 ▲
BVPS (đồng)	29,919	30,809	35,126	39,212	44,133
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.8	11.6	8.28	6.86	5.92
P/E ĐC (lần)	26.1	20.5	12.8	12.7	11.3
Lợi suất cổ tức (%)	2.86	3.97	2.88	2.88	2.88
P/B (lần)	2.59	2.52	2.21	1.98	1.76
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(58.2)	27.3	60.5	0.65	12.6
ROAE (%)	13.9	13.8	20.0	17.9	18.0

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

Lợi nhuận tăng trưởng vững chắc và định giá hấp dẫn

Việc mở rộng công suất tại cảng Gemalink cùng kỳ vọng phục hồi tại cảng Nam Đình Vũ từ năm 2027 sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận của GMD. HSC ưa thích cổ phiếu này nhờ vị thế đầu ngành trong lĩnh vực cảng biển và logistics, mức định giá hấp dẫn cùng tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận tích cực. Với giá mục tiêu mới được tăng lên 98.600 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá là 27%, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

Phân tích sản lượng hàng hóa 8 tháng đầu năm 2026

Theo số liệu từ Hiệp hội Cảng biển Việt Nam, sản lượng thông qua trong 8 tháng đầu năm 2026 của Gemalink tăng 23% so với cùng kỳ lên 1,5 triệu TEU, trái ngược với đà sụt giảm 10% so với cùng kỳ của cảng Nam Đình Vũ. Số liệu sản lượng của cụm cảng Phước Long & Bình Dương hiện chưa được công bố, nhưng chúng tôi tin rằng cả hai cảng này cũng ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng vững chắc, do chủ yếu phục vụ cụm cảng Cái Mép - Thị Vải, khu vực có sản lượng hàng hóa thông quan tăng 10% so với cùng kỳ trong 8 tháng đầu năm 2026.

Sản lượng hàng hóa 8 tháng đầu năm 2026 của Gemalink vượt kỳ vọng, hoàn thành 71% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của chúng tôi. Cảng này cũng ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng mạnh nhất so với các cảng khác trong khu vực CMTV. Công suất hoạt động của cảng đạt tới 135% trong 8 tháng đầu năm 2026, nhờ các giải pháp hiệu quả từ BLĐ nhằm tối ưu hóa thông lượng trong điều kiện giới hạn công suất thiết kế, bao gồm việc lắp đặt phao bù và trung chuyển hàng sang bãi ICD phụ cận, cụ thể:

- Vào tháng 5/2026, Gemalink đã hoàn tất lắp đặt 2 phao neo, cho phép tiếp nhận cùng lúc 2 tàu mẹ dài 400m, thay vì chỉ tiếp nhận được 2 tàu dài khoảng 366m như trước đây, giúp nâng công suất thực tế thêm khoảng 10%.
- Cảng cũng tăng cường sử dụng các bãi depot bên ngoài để lưu trữ vỏ container tạm thời khi bãi cảng bị lấp đầy, giúp duy trì đà tăng trưởng thông lượng cho đến khi Giai đoạn 2 (công suất 1 triệu TEU, vốn đầu tư 220 triệu USD) bổ sung công suất cầu bến và bãi cố định vào Q4/2027.

Trái lại, sản lượng hàng hóa của cảng Nam Đình Vũ lại kém hơn kỳ vọng khi giảm 10% so với cùng kỳ trong 8 tháng đầu năm 2026 xuống còn 0,9 triệu TEU. Nguyên nhân chủ yếu do 2 cảng nước sâu tại Hải Phòng chính thức đi vào hoạt động từ năm 2025, dẫn đến việc một hãng tàu đã chuyển 1 tuyến dịch vụ hàng tuần sang cảng mới, làm sụt giảm sản lượng của NDV. Mặc dù vậy, chúng tôi kỳ vọng sản lượng của NDV sẽ quay lại đà tăng trưởng trong năm 2027 sau khi các hãng tàu hoàn tất việc tái cơ cấu tuyến dịch vụ. NDV vẫn giữ vững lợi thế cạnh tranh với tư cách là cảng sông hàng đầu ở miền Bắc, đặc biệt là chi phí bốc xếp thấp hơn so với các cảng nước sâu.

Bảng 34: Sản lượng tiêu thụ 8 tháng đầu năm 2026, GMD

Sản lượng GIL vượt dự báo trong khi sản lượng NDV thấp hơn kỳ vọng

	6T25	6T26	So với cùng kỳ	8T25	8T26	So với cùng kỳ	% hoàn thành db 2026
NDV	744,224	669,629	-10%	1,007,097	901,895	-10%	0.53
GIL	893,814	1,100,267	23%	1,236,338	1,525,335	23%	0.71
Phước Long & Bình Dương	743,186	809,104	9%	N/a	N/a	-	-

Nguồn: VPA, HSC

Dự báo mới

HSC tăng bình quân 17%/26% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi/lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2026-2028 sau khi tăng dự báo sản lượng hàng hóa tại cảng Gemalink và ghi nhận khoản lợi nhuận không thường xuyên hoạt động thoái vốn trong Q2/2026:

Cho năm 2026, LNTT từ HĐKD cốt lõi và lợi nhuận thuần được dự báo đạt lần lượt 3,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18%) và 2,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 60%). Động lực chính đến từ Gemalink, khi chúng tôi kỳ vọng cảng này sẽ đóng góp 1,2 nghìn tỷ

đồng lợi nhuận (tăng 41% so với cùng kỳ), nhờ sản lượng hàng hóa tăng 21% so với cùng kỳ kết hợp với biểu giá dịch vụ cải thiện kể từ tháng 2/2026, phản ánh tác động tích cực từ quyết định nâng 10% khung giá bốc dỡ của Chính phủ đối với các cụm cảng nước sâu tại Cái Mép - Thị Vải và Lạch Huyện.

Cho năm 2027, LNTT từ HĐKD cốt lõi và lợi nhuận thuần được dự báo đạt lần lượt 3,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 14%) và 2,8 nghìn tỷ đồng (không đổi so với cùng kỳ). Chúng tôi dự báo sản lượng của cảng Nam Đình Vũ sẽ quay lại đà tăng trưởng 18% so với cùng kỳ trong năm 2027, trong khi sản lượng của Gemalink sẽ cải thiện 13% so với cùng kỳ, nhờ các giải pháp được triển khai như đã nêu trên và việc Gemalink Giai đoạn 2 nhiều khả năng sẽ đi vào vận hành từ Q4/2026.

Cho năm 2028, LNTT từ HĐKD cốt lõi và lợi nhuận thuần được dự báo đạt lần lượt 4,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 13%) và 3,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 14%). Đà tăng trưởng lợi nhuận được dẫn dắt bởi công suất hoạt động cải thiện tại cảng Nam Đình Vũ và đóng góp mới từ cảng Gemalink Giai đoạn 3, mang lại mức tăng sản lượng tương ứng 10% và 18% so với cùng kỳ cho các cảng này.

Dự báo mới của chúng tôi cho thấy LNTT từ HĐKD cốt lõi và lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 15% và 22% (dự báo trước đây lần lượt là 10% và 15%).

Bảng 35: Điều chỉnh dự báo, GMD

HSC tăng bình quân 17%/26% LNTT/lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	6,556	7,364	8,034	6,806	7,821	8,682	4%	6%	8%
Lợi nhuận thuần	2,075	2,313	2,695	2,818	2,804	3,191	36%	21%	18%
LNTT 'cốt lõi'	3,025	3,374	3,859	3,441	3,937	4,453	18%	17%	15%
Tăng trưởng									
Doanh thu thuần	10%	12%	9%	14%	15%	11%			
Lợi nhuận thuần	18%	11%	17%	60%	0%	14%			
LNTT 'cốt lõi'	4%	12%	14%	18%	14%	13%			

Nguồn: HSC

Bảng 36: Điều chỉnh dự báo sản lượng, GMD

Chúng tôi nâng dự báo sản lượng GIL và hạ dự báo sản lượng của NDV

'nghìn TEU	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh			2025A-28F CAGR
	2025A	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	
NDV	1,496	1,800	2,000	2,200	1,400	1,650	1,815	-22%	-18%	-18%	6.7%
GIL	1,931	2,017	2,250	2,925	2,338	2,650	3,127	16%	18%	7%	17.4%
PL & BD	1,652	1,685	1,719	1,754	1,768	1,856	1,912	5%	8%	9%	5.0%
Total	5,079	5,503	5,969	6,879	5,506	6,156	6,854	0%	3%	0%	10.5%
Growth y/y											
Nam Đình Vu	11%	14%	12%	40%	-6%	18%	10%				
Gemalink	10%	11%	12%	55%	21%	13%	18%				
ICDs PL & BD	23%	2%	2%	6%	7%	5%	3%				
Total	14%	9%	9%	35%	8%	12%	11%				

Nguồn: HSC

Bảng 37: Định giá FCFF

Tỷ đồng	2025A	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
EBIT	2,805	3,328	3,784	4,132	4,398	4,919	4,878	5,513	6,199	6,469	7,067
Lợi nhuận thuần không sử dụng vốn vay	2,541	3,021	3,424	3,724	3,940	4,405	4,418	5,000	5,628	5,728	6,276
Cộng: khấu hao	415	527	566	574	588	588	604	620	637	654	672
Trừ: vốn đầu tư cơ bản	(1,676)	(1,073)	(255)	(262)	(270)	(277)	(285)	(293)	(301)	(310)	(319)
Trừ: tăng vốn lưu động	404	(609)	(907)	(911)	(979)	(1,052)	(724)	(1,178)	(1,280)	(1,301)	(1,380)
FCFF	1,684	1,866	2,828	3,124	3,279	3,663	4,012	4,149	4,683	4,771	5,249

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

Sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá, HSC tăng 5% giá mục tiêu lên 98.600 đồng/cp, cho thấy tiềm năng tăng giá là 27% so với thị giá hiện tại. Cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 16,5 lần và 16,6 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào và tiếp tục ưa thích cổ phiếu GMD vì đây là một trong những doanh nghiệp cảng biển và logistics hàng đầu Việt Nam với hệ thống cảng được trang bị hiện đại tại các vị trí chiến lược ở cả hai miền Nam và Bắc, mạng lưới logistics tích hợp tiên tiến cùng danh mục dự án mở rộng công suất vững chắc, sẵn sàng hỗ trợ đà tăng trưởng trong tương lai.

Các giả định chính như sau:

- Lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và hệ số beta 1 lần (tất cả đều không đổi). Theo đó, giả định WACC ở mức 12%;
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% (thấp hơn so với mức 3% trước đây), do chúng tôi kéo dài giai đoạn dự phóng đến năm 2035 thay vì năm 2030, phản ánh kỳ vọng rằng Gemalink sẽ lấp đầy 100% công suất khai thác trên cả 3 giai đoạn vào năm 2035.

Bảng 38: Giá mục tiêu, GMD

Giá mục tiêu mới là 98.600đ

Tính toán WACC		Tính toán DCF (triệu đồng)	Đơn vị	Giá trị giữa năm 2027
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	20,514
Beta	1.0	Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	Tỷ đồng	19,791
Chi phí vốn CSH	12.3%	Tổng giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng	40,305
Chi phí vốn CSH, sau thuế	7.5%	Cộng: tiền & đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	6,587
Tỷ trọng vốn CSH	93.2%	Trừ: nợ ngắn hạn + nợ dài hạn	Tỷ đồng	(2,137)
Tỷ trọng nợ	6.8%	Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	42,661
WACC	12.0%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	432.9
		Giá mục tiêu	Đồng	98,600

Nguồn: HSC

Bảng 39: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), GMD

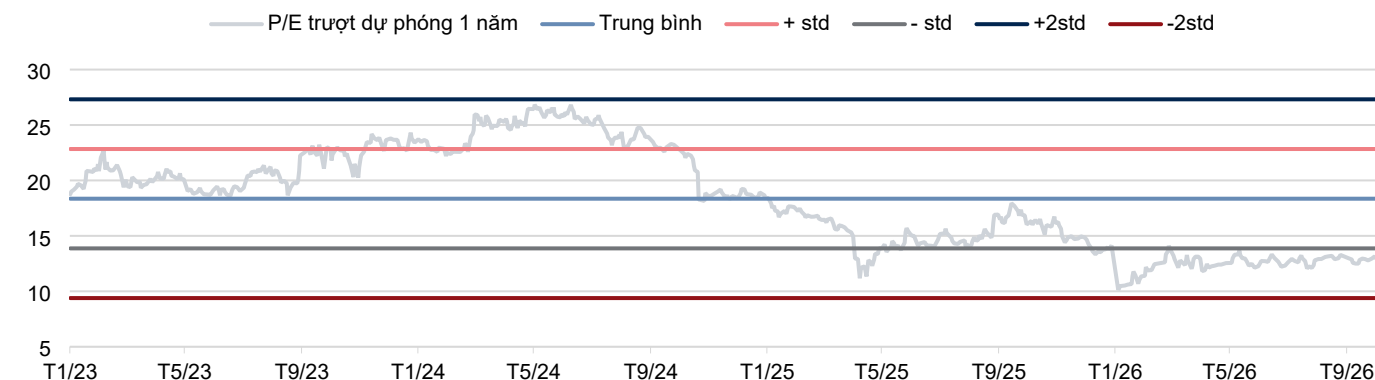
Kịch bản cơ sở giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	103,000	105,900	109,000	112,600	116,600
	3.5%	98,200	100,700	103,600	106,700	110,100
	4.0%	93,800	96,100	98,600	101,300	104,300
	4.5%	89,900	91,900	94,000	96,500	99,100
	5.0%	86,100	87,900	89,900	92,100	94,400

Nguồn: HSC

Bảng 40: P/E trượt dự phóng 1 năm, GMD

GMD hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13 lần, cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 18.4 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index, GMD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 18,4 lần.

Rủi ro đầu tư

Rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng từ việc Mỹ tăng thuế quan

Rủi ro chủ yếu xuất phát từ kịch bản Mỹ có thể tăng mức thuế quan đối với hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam. Bên cạnh mức thuế 12,5% áp dụng từ ngày 24/7/2026, hai cuộc điều tra đang diễn ra theo Mục 301 liên quan đến vấn đề dư thừa công suất và sở hữu trí tuệ có thể châm ngòi cho các đợt áp thuế bổ sung tiếp theo. Nếu Việt Nam phải đối mặt với mức thuế quan cao hơn nhiều so với các nước cạnh tranh, hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam sẽ suy giảm năng lực cạnh tranh tại thị trường Mỹ, từ đó gây áp lực lên sản lượng vận chuyển.

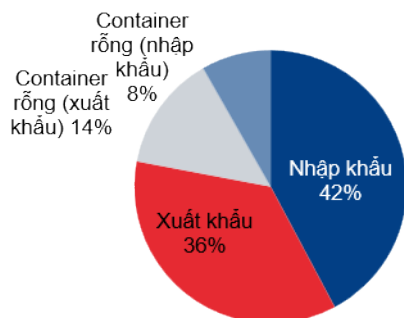
Tuy nhiên, mức độ chịu ảnh hưởng trực tiếp của GMD từ các chuyển hàng sang Mỹ tương đối thấp, đặc biệt tại khu vực cảng Nam Đình Vũ:

- Xét theo thị trường, khối ASEAN và Trung Quốc chiếm tỷ trọng áp đảo, lần lượt tương đương 48,2% và 46% tổng sản lượng hàng xuất khẩu qua cảng NDV. NDV không có tuyến dịch vụ trực tiếp đi Mỹ. Hàng hóa đi Mỹ được trung chuyển qua các cảng nước sâu và chỉ chiếm khoảng 5-7% tổng sản lượng thông qua của NDV.
- Tại cảng Gemalink, hàng đi Mỹ chiếm khoảng 54% sản lượng xuất khẩu, trong khi mảng xuất khẩu chỉ đóng góp 45% tổng sản lượng thông qua của cảng. Với sản lượng nhập khẩu từ Mỹ không đáng kể, lượng hàng hóa liên quan đến thị trường Mỹ chỉ chiếm khoảng 24% tổng sản lượng hàng hóa của GIL.

Do đó, nếu lượng hàng xuất khẩu đi Mỹ sụt giảm 10%, tổng sản lượng thông qua ước tính sẽ chỉ giảm khoảng 0,5-0,7% tại NDV và khoảng 2,4% tại GIL. Mức độ ảnh hưởng thực tế có thể mở rộng nếu kim ngạch xuất khẩu giảm tốc làm sụt giảm nhu cầu luân chuyển vỏ container rỗng cũng như hoạt động nhập khẩu nguyên phụ liệu sản xuất, dù các dữ liệu hiện có chưa đủ để lượng hóa cụ thể hiệu ứng gián tiếp này.

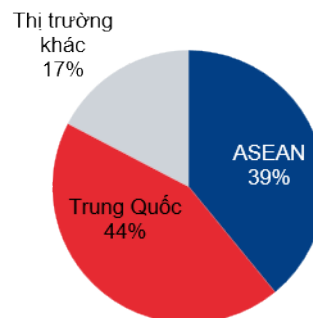
Nhìn chung, dù các đợt tăng thuế tiếp theo vẫn tiềm ẩn rủi ro suy giảm, chúng tôi đánh giá tác động tiềm tàng lên sản lượng vẫn nằm trong tầm kiểm soát ở các mức thuế quan hiện tại. Ngay cả khi thuế quan của Mỹ áp lên hàng hóa Việt Nam có tăng thêm từ 5-10 điểm phần trăm so với các nước cạnh tranh, HSC tin rằng lợi thế về chi phí sản xuất của Việt Nam vẫn sẽ giúp hàng xuất khẩu duy trì được năng lực cạnh tranh.

Biểu đồ 41: Sản lượng tiêu thụ 8 tháng đầu năm 2026, theo loại hàng hóa vận chuyển, NDV
Hàng xuất khẩu và nhập khẩu chiếm 78% tổng sản lượng hàng hóa vận chuyển



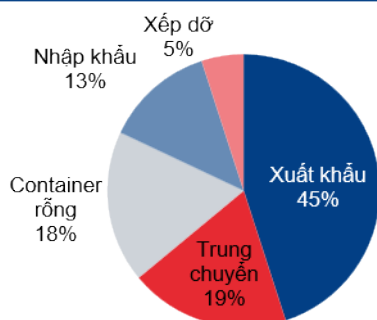
Nguồn: GMD, HSC

Bảng 42: Cơ cấu sản lượng container theo thị trường 8 tháng đầu năm 2026, NDV
Trung Quốc và ASEAN là các thị trường chính



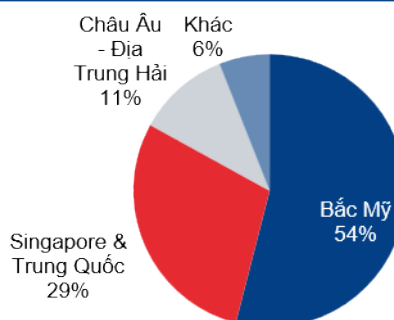
Nguồn: GMD, HSC

Biểu đồ 43: Cơ cấu sản lượng hàng hóa theo loại hình 8 tháng đầu năm 2026, GIL
Xuất khẩu hàng hóa đóng góp 45% tổng sản lượng...



Nguồn: GMD, HSC

Biểu đồ 44: Cơ cấu hàng hóa xuất khẩu 8 tháng đầu năm 2026, GIL
... và hàng hóa xuất khẩu vào tăng trưởng Mỹ đóng góp 54% tổng sản lượng xuất khẩu



Nguồn: GMD, HSC

Rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng

Chúng tôi nhấn mạnh một số điểm đáng lưu ý sau:

- **Biểu phí bốc xếp cao hơn:** Khung giá dịch vụ bốc dỡ cảng biển do Nhà nước quy định tại Việt Nam hiện vẫn thấp hơn so với các nước trong khu vực, tạo dư địa cho các đợt tăng giá tiếp theo được Chính phủ phê duyệt. Việc điều chỉnh tăng giá cước cao hơn kỳ vọng sẽ mang lại tiềm năng tăng trưởng cao hơn dự báo của chúng tôi.
- **Tiềm năng ghi nhận lợi nhuận từ thương vụ thoái vốn tại Gemalink:** Bên cạnh đối tác CMA CGM (nắm giữ 12,5% tỷ lệ sở hữu gián tiếp), GMD đang nghiên cứu phương án hợp tác với thêm một hãng tàu lớn nhằm tối ưu hóa nguồn hàng cho Gemalink. Việc thoái một phần vốn có thể mang lại một khoản lợi nhuận không thường xuyên đáng kể.
- **Tiềm năng từ các mảng dịch vụ mới:** GMD đang tích cực hiện thực hóa mục tiêu nâng cao tỷ suất sinh lời bằng cách đa dạng hóa sang các mảng dịch vụ có giá trị gia tăng cao, trọng tâm là đề án thành lập Trung tâm Hàng hải Quốc tế tại TP.HCM nơi GMD đóng vai trò tiên phong, song song với việc nâng cấp năng lực vận tải biển. Các động lực nêu trên mở ra dư địa tăng trưởng vượt dự phóng cho cả triển vọng lợi nhuận lẫn giá mục tiêu của chúng tôi.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	4,832	5,956	6,806	7,821	8,682
Lợi nhuận gộp	2,162	2,739	3,115	3,620	4,073
Chi phí BH&QL	(816)	(1,093)	(1,252)	(1,439)	(1,597)
Thu nhập khác	(611)	(438)	(68.1)	(78.2)	(86.8)
Chi phí khác	262	44.9	34.0	39.1	43.4
EBIT	996	1,253	1,829	2,142	2,432
Lãi vay thuần	267	110	688	192	366
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	816	1,158	1,465	1,635	1,656
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	2,080	2,521	3,982	3,969	4,455
Chi phí thuế TNDN	(174)	(218)	(485)	(385)	(462)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(446)	(547)	(680)	(748)	(800)
LNST không thường xuyên	(111)	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,459	1,756	2,818	2,836	3,193
Lợi nhuận thuần ĐC	1,232	1,615	2,592	2,609	2,937
EBITDA ĐC	2,218	2,826	3,821	4,343	4,662
EPS (đồng)	3,525	4,071	6,606	6,649	7,486
EPS ĐC (đồng)	2,975	3,787	6,078	6,117	6,887
DPS (đồng)	2,216	3,082	2,233	2,233	2,233
Sig CP bình quân (triệu đv)	414	431	426	426	426
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	414	426	426	426	426
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	414	426	426	426	426

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	3,964	1,622	2,000	2,000	2,000
Đầu tư ngắn hạn	1,021	2,739	3,868	5,339	6,976
Phải thu khách hàng	1,235	1,399	1,606	1,854	2,063
Hàng tồn kho	83.4	92.5	106	121	135
Các tài sản ngắn hạn khác	372	354	405	465	516
Tổng tài sản ngắn hạn	6,676	6,206	7,984	9,779	11,690
TSCĐ hữu hình	3,786	5,339	5,889	5,583	5,269
TSCĐ vô hình	247	245	241	236	239
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	1,766	1,309	1,184	1,193	1,203
Đầu tư vào Cty LD,LK	3,792	4,828	4,812	4,812	4,812
Tài sản dài hạn khác	1,719	1,899	2,163	2,477	2,747
Tổng tài sản dài hạn	11,310	13,620	14,289	14,302	14,270
Tổng cộng tài sản	17,986	19,826	22,273	24,081	25,960
Nợ ngắn hạn	422	308	351	404	448
Phả trả người bán	462	686	784	901	1,000
Nợ ngắn hạn khác	1,146	1,179	1,347	1,548	1,718
Tổng nợ ngắn hạn	2,107	2,343	2,677	3,076	3,414
Nợ dài hạn	1,745	2,082	2,079	1,439	571
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	380	484	553	636	705
Tổng nợ dài hạn	2,125	2,566	2,632	2,075	1,277
Tổng nợ phải trả	4,232	4,908	5,309	5,151	4,691
Vốn chủ sở hữu	12,386	13,140	14,981	16,724	18,822
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,368	1,778	1,982	2,207	2,447
Tổng vốn chủ sở hữu	13,753	14,918	16,964	18,931	21,269
Tổng nợ phải trả và VCSH	17,986	19,826	22,273	24,081	25,960
BVPS (đ)	29,919	30,809	35,126	39,212	44,133
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(1,797)	767	431	(157)	(981)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	996	1,253	1,829	2,142	2,432
Khấu hao	(406)	(415)	(527)	(566)	(574)
Lãi vay thuần	267	110	688	192	366
Thuế TNDN đã nộp	(242)	(244)	(494)	(385)	(462)
Thay đổi vốn lưu động	(5.03)	424	(1,644)	(1,998)	(2,057)
Khác	(681)	(970)	20.3	23.8	20.1
LCT thuần từ HKKD	1,647	2,142	2,298	1,795	2,038
Đầu tư TS dài hạn	(1,598)	(1,676)	(1,073)	(255)	(262)
Góp vốn & đầu tư	(1,224)	(4,041)	0	0	0
Thanh lý	382	4.19	0	0	0
Khác	944	2,329	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(1,497)	(3,384)	(1,073)	(255)	(262)
Cổ tức trả cho CSH	(917)	(1,315)	(952)	(952)	(952)
Thu từ phát hành CP	3,059	125	64.0	0	0
Tăng/giảm nợ	220	85.6	41.4	(588)	(823)
Khác	(24.9)	(0.02)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	2,337	(1,104)	(847)	(1,540)	(1,776)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,474	3,964	1,622	2,000	2,000
LCT thuần trong kỳ	2,487	(2,346)	378	0	0
Ảnh hưởng của tỷ giá	3.15	4.02	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3,964	1,622	2,000	2,000	2,000
Dòng tiền tự do	48.3	466	1,225	1,540	1,776

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	44.7	46.0	45.8	46.3	46.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	45.9	47.5	56.2	55.5	53.7
Tỷ suất LNT (%)	30.2	29.5	41.4	36.3	36.8
Thuế TNDN hiện hành (%)	8.39	8.66	12.2	9.70	10.4
Tăng trưởng doanh thu (%)	25.6	23.3	14.3	14.9	11.0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	25.5	27.4	35.2	13.7	7.34
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(42.9)	31.1	60.5	0.65	12.6
Tăng trưởng EPS (%)	(51.9)	15.5	62.3	0.65	12.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(58.2)	27.3	60.5	0.65	12.6
Tăng trưởng DPS (%)	(13.1)	39.1	(27.6)	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	62.8	75.7	33.8	33.6	29.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	13.9	13.8	20.0	17.9	18.0
ROACE (%)	7.25	7.51	9.87	10.6	11.2
Vòng quay tài sản (lần)	0.31	0.32	0.32	0.34	0.35
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.65	1.71	1.26	0.84	0.84
Số ngày tồn kho	11.4	10.5	10.5	10.6	10.7
Số ngày phải thu	169	159	159	161	163
Số ngày phải trả	63.1	77.9	77.6	78.3	79.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(14.4)	5.91	2.95	(0.86)	(5.13)
Nợ/tài sản (%)	12.1	12.1	11.0	7.71	3.98
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.55	1.44	1.04	0.69	0.34
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.17	2.65	2.98	3.18	3.42
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	6.35	5.52	4.65	3.81	3.18
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.8	11.6	8.28	6.86	5.92
P/E (lần)	22.0	19.1	11.7	11.7	10.4
P/E ĐC (lần)	26.1	20.5	12.8	12.7	11.3
P/B (lần)	2.59	2.52	2.21	1.98	1.76
Lợi suất cổ tức (%)	2.86	3.97	2.88	2.88	2.88

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

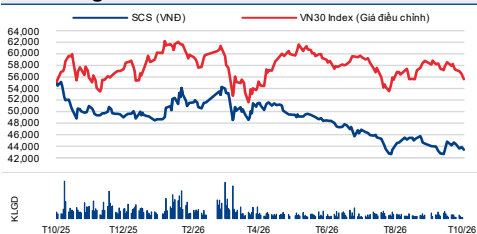
Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ45,500 (từ VNĐ57,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 4.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/10/2026)	43,400
Mã Bloomberg	SCS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	42,600-55,133
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	43,710
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	4,119
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	158
Slg CP lưu hành (tr.đv)	94.9
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	28.5
Slg CP NN được mua (tr.đv)	20.1
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	8.82%
Tỷ lệ freefloat	42.3%
Cổ đông lớn	Gemadep (35.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(2.36)	(7.40)	(21.3)
So với chỉ số	3.21	(0.83)	(22.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2026F	6,978	7,219	(3.3)
2027F	5,110	5,643	(9.4)
2028F	3,402	3,990	(14.7)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích**Chế Thị Mai Trang**

Giám đốc, Ngành C.Nghiệp & Công Nghệ
trang.ctmai@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

Thách thức phía trước; giảm giá mục tiêu và hạ k/n xuống Năm giữ

- HSC giảm 20% giá mục tiêu đối với SCS xuống 45.500 đồng/cp sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá. Với tiềm năng tăng giá chỉ dưới 5%, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Năm giữ.
- Chúng tôi giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 nhằm phản ánh việc giảm giả định sản lượng hàng hóa (sau khi công ty công bố KQKD 8 tháng đầu năm 2026 kém tích cực) cùng tiến độ khởi động chậm hơn dự kiến của sân bay Long Thành. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần năm 2026 đi ngang, sau đó lần lượt giảm 25% và 31% so với cùng kỳ trong các năm 2027 và 2028.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 3 tháng qua, SCS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,8 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 10,7 lần. Dù vậy, chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại mới chỉ phản ánh đúng giá trị hợp lý trong bối cảnh triển vọng lợi nhuận kém khả quan.

Sự kiện: Phân tích sâu sản lượng hàng hóa 8 tháng đầu năm 2026 và triển vọng sân bay Long Thành

Sản lượng hàng hóa 8 tháng đầu năm 2026 của SCS thấp hơn nhiều so với kỳ vọng, khi mới chỉ hoàn thành 57.2% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của HSC. Sản lượng hàng hóa quốc tế (đóng góp khoảng 80% tổng sản lượng) giảm 8% so với cùng kỳ xuống 131.275 tấn, phản ánh sự sụt giảm nguồn hàng từ hai khách hàng lớn là Emirates và Qatar Airways trước tác động tiêu cực của cuộc xung đột tại Trung Đông. Sản lượng hàng hóa trong nước giảm 5% so với cùng kỳ xuống 33.662 tấn, gần như sát với xu hướng suy yếu của toàn ngành.

Bên cạnh đó, sân bay Long Thành dự kiến sẽ bắt đầu đi vào vận hành từ tháng 12/2026, kéo theo lộ trình chuyển dần các chuyến bay từ sân bay Tân Sơn Nhất. HSC đánh giá giai đoạn dịch chuyển khai thác này sẽ tạo ra lực cản đáng kể đối với sản lượng hàng hóa của SCS trong hai năm 2027-2028.

Tác động: Giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

Dựa trên việc phân tích sản lượng kém tích cực trong 8 tháng đầu năm 2026 và kế hoạch dịch chuyển khai thác sang sân bay Long Thành, HSC điều chỉnh giảm giả định sản lượng cho giai đoạn 2026-2028, qua đó giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận thuần. Hiện tại, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 đạt 758 tỷ đồng (tăng trưởng 1%), trước khi giảm xuống 566 tỷ đồng trong năm 2027 (-25% svck) và 390 tỷ đồng trong năm 2028 (-31% svck), do dự báo sản lượng hàng hóa quốc tế của SCS sẽ giảm lần lượt 30% và 35% trong năm 2027 và 2028.

Yếu tố rủi ro chính đối với mô hình dự báo của chúng tôi đến từ tốc độ dịch chuyển nguồn hàng hóa sang sân bay Long Thành. Tiến độ di dời chậm hơn dự kiến sẽ mang lại rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng, ngược lại tiến độ điều chuyển nhanh hơn sẽ tạo ra rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định tỷ lệ điều chuyển sản lượng hàng hóa quốc tế từ sân bay Tân Sơn Nhất sang sân bay Long Thành lần lượt đạt 40% trong năm 2027 và 70% trong năm 2028.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 3 tháng qua, SCS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,8 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 10,7 lần. HSC hạ khuyến nghị đối với SCS xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 20% giá mục tiêu xuống 45.500 đồng/cp, cho thấy tiềm năng tăng giá là 5%, do giảm dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá. Chúng tôi cho rằng mức định giá thấp của cổ phiếu hợp lý khi đặt trong bối cảnh triển vọng lợi nhuận kém khả quan.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	827	986	994	753 ▼	533 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	693	751	758	566 ▼	390 ▼
EPS ĐC (đồng)	6,410	6,980	6,978	5,110 ▼	3,402 ▼
DPS (đồng)	6,000	5,500	5,500 ▼	4,548 ▼	3,028 ▼
BVPS (đồng)	14,815	16,458	17,810	18,168	18,367
EV/EBITDA ĐC (lần)	3.44	2.70	2.53	3.33	4.72
P/E ĐC (lần)	6.77	6.22	6.22	8.49	12.8
Lợi suất cổ tức (%)	13.8	12.7	12.7	10.5	6.98
P/B (lần)	2.93	2.64	2.44	2.39	2.36
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	41.6	8.91	(0.04)	(26.8)	(33.4)
ROAE (%)	50.5	50.6	46.4	32.8	22.2

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

Hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ do triển vọng lợi nhuận suy yếu

Sản lượng hàng hóa 8 tháng đầu năm 2026 thấp hơn kỳ vọng của SCS cùng thông báo về lộ trình chuyển dần các chuyến bay từ sân bay Tân Sơn Nhất sang sân bay Long Thành từ tháng 12/2026 sẽ tạo áp lực lên triển vọng lợi nhuận trong trung hạn của công ty. Chúng tôi giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 và dự báo lợi nhuận sẽ giảm mạnh trong giai đoạn 2027-2028 khi sản lượng hàng hóa quốc tế giảm, đồng thời giảm 20% giá mục tiêu. Với tiềm năng tăng giá dưới 5% so với giá mục tiêu mới, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với SCS từ Tăng tỷ trọng xuống Nắm giữ. Mặc dù cổ phiếu đang giao dịch với mức giá thấp hơn bình quân quá khứ, chúng tôi cho rằng mức định giá này hợp lý khi đặt trong bối cảnh triển vọng lợi nhuận kém khả quan, cùng những yếu tố rủi ro liên quan đến quá trình điều chuyển sân bay.

Dự báo mới

HSC giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2028 sau khi giảm dự báo sản lượng hàng hóa. Những thay đổi về dự báo của chúng tôi được trình bày ở phần bên dưới:

- Chúng tôi giảm lần lượt 8%/11%/14% dự báo tổng sản lượng hàng hóa cho các năm 2026/2027/2028. Chúng tôi giảm bình quân 12% dự báo sản lượng hàng hóa quốc tế (động lực tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi) tương ứng mức giảm 5% so với cùng kỳ trong năm 2026, trước khi tiếp tục thu hẹp sâu lần lượt 30% và 35% so với cùng kỳ trong năm 2027-2028. Chúng tôi đồng thời giảm 9% dự báo sản lượng hàng hóa trong nước qua từng năm, tương ứng mức giảm 4% so với cùng kỳ trong năm 2026 và giảm 10% so với cùng kỳ trong cả hai năm 2027 và 2028 do các chuyến bay dần chuyển dịch từ sân bay Tân Sơn Nhất sang sân bay Long Thành.
- Do đó, chúng tôi giảm bình quân 7%/8% dự báo doanh thu thuần/lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần năm 2026 gần như đi ngang (tăng trưởng nhẹ 1%) tương ứng đà tăng trưởng 1% của doanh thu thuần, sau đó lợi nhuận thuần giảm lần lượt 25% và 31% so với cùng kỳ vào các năm 2027 và 2028 khi doanh thu thuần được dự báo thu hẹp tương ứng 23% và 29% so với cùng kỳ.

Bảng 45: Điều chỉnh dự báo, SCS

Chúng tôi điều chỉnh giảm trung bình 8% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026–2028 do giảm giả định sản lượng

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	1,253	994	736	1,203	927	656	(4.0%)	(6.8%)	(10.9%)
Lợi nhuận thuần	775	615	446	758	566	390	(2.2%)	(7.9%)	(12.6%)
Tăng trưởng									
Doanh thu thuần	4.7%	(20.6%)	(26.0%)	0.5%	(22.9%)	(29.2%)			
Lợi nhuận thuần	3.2%	(20.7%)	(27.4%)	1.0%	(25.4%)	(31.1%)			

Nguồn: HSC

Bảng 46: Điều chỉnh dự báo sản lượng hàng hóa, SCS

HSC hạ bình quân 11% so với cùng kỳ trong giai đoạn 2026-2028

Tấn	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2025A	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Quốc tế	224,328	230,984	168,163	116,545	212,333	149,249	97,537	-8%	-11%	-16%
Nội địa	54,515	57,241	51,517	46,365	52,222	47,000	42,300	-9%	-9%	-9%
Tổng	278,843	288,225	219,680	162,910	264,555	196,249	139,837	-8%	-11%	-14%
So với cùng kỳ										
Quốc tế	9%	-5%	-30%	-35%	-5%	-30%	-35%			
Nội địa	-12%	-4%	-10%	-10%	-4%	-10%	-10%			
Tổng	4%	-5%	-26%	-29%	-5%	-26%	-29%			

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị xuống **Năm giữ** (từ **Tăng tỷ trọng**) và giảm 20% giá mục tiêu xuống 45.500 đồng/cp (tiềm năng tăng giá là 4,8%) do giảm dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá. Chúng tôi tiếp tục áp dụng lãi suất phi rủi ro 4%, tốc độ tăng trưởng dài hạn 2% và phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% nhưng tăng giả định hệ số beta lên 1,2 lần (từ 1 lần trước đó), theo dữ liệu cập nhật của Bloomberg. Giả định WACC mới sẽ là 14,1% từ 12,8% trước đó.

Bảng 47: Định giá FCFF

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
Lợi nhuận thuần	695	685	517	353	236	257	276	296	318	341	366
Cộng: khấu hao	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46
Trừ: vốn đầu tư cơ bản	(9)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(6)	(6)	(6)	(6)
Trừ: tăng vốn lưu động	(17.1)	60.0	(65.3)	(64.8)	(48.5)	(1.9)	(2.4)	(2.0)	(1.5)	(0.9)	(0.4)
UFCF	716	786	493	329	228	295	314	334	357	380	406

Nguồn: HSC

Bảng 48: Định giá, SCS

Giá mục tiêu mới là 45.600đ

Tính toán WACC	Giá trị	Tính toán DCF (triệu đồng)	Đơn vị	Giá trị (giữa năm 2027)
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	1,118
Beta	1.2	Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	Tỷ đồng	1,600
Chi phí vốn CSH	14.5%	Tổng giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng	2,718
Chi phí nợ sau thuế	4.0%	Cộng: tiền & đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	1,816
Tỷ trọng vốn CSH	96.2%	Trừ: nợ ngắn hạn + nợ dài hạn	Tỷ đồng	(166.5)
Tỷ trọng nợ	3.8%	Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	4,368
WACC	14.1%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	mn	95.9
		Vốn CSH/cp	VND	45,548

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 3 tháng qua, SCS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,8 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 10,7 lần. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức chiết khấu này hoàn toàn hợp lý trước triển vọng lợi nhuận kém khả quan trong bối cảnh sản lượng hàng hóa sụt giảm.

Biểu đồ 49: P/E trượt dự phóng 1 năm, SCS

SCS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,8 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 10,7 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	1,037	1,197	1,203	927	656
Lợi nhuận gộp	801	939	930	712	487
Chi phí BH&QL	(71.1)	(68.8)	(74.6)	(64.9)	(45.9)
Thu nhập khác	(2.91)	(3.12)	(3.14)	(2.42)	(1.71)
Chi phí khác	0.52	1.99	2.00	1.54	1.09
EBIT	783	940	948	707	487
Lãi vay thuần	55.4	70.8	93.3	61.5	46.4
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	783	940	948	707	487
Chi phí thuế TNDN	(89.9)	(189)	(190)	(141)	(97.4)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	693	751	758	566	390
Lợi nhuận thuần ĐC	644	698	705	526	362
EBITDA ĐC	827	986	994	753	533
EPS (đồng)	6,921	7,535	7,532	5,523	3,687
EPS ĐC (đồng)	6,410	6,980	6,978	5,110	3,402
DPS (đồng)	6,000	5,500	5,500	4,548	3,028
Sig CP bình quân (triệu đv)	94.9	94.9	95.9	95.9	95.9
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	94.9	94.9	95.9	95.9	95.9
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	94.9	94.9	95.9	95.9	95.9

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	317	108	358	614	957
Đầu tư ngắn hạn	954	1,448	1,455	1,205	853
Phải thu khách hàng	111	131	133	102	72.4
Hàng tồn kho	0	0	0	0	0
Các tài sản ngắn hạn khác	5.65	5.70	5.73	4.41	3.12
Tổng tài sản ngắn hạn	1,388	1,694	1,952	1,926	1,885
TSCĐ hữu hình	374	342	308	274	240
TSCĐ vô hình	0.14	0.05	(0.05)	(0.14)	(0.24)
Bất động sản đầu tư	71.4	64.3	57.2	50.0	42.9
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	63.3	65.4	65.8	51.3	37.1
Tổng tài sản dài hạn	509	472	431	375	320
Tổng cộng tài sản	1,898	2,166	2,383	2,301	2,206
Nợ ngắn hạn	0	97.9	166	166	166
Phải trả người bán	5.83	5.85	5.88	4.53	3.21
Nợ ngắn hạn khác	440	442	444	342	242
Tổng nợ ngắn hạn	484	600	671	556	442
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	7.87	3.95	3.97	3.06	2.17
Tổng nợ dài hạn	7.87	3.95	3.97	3.06	2.17
Tổng nợ phải trả	492	604	675	559	444
Vốn chủ sở hữu	1,406	1,562	1,708	1,742	1,762
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	1,406	1,562	1,708	1,742	1,762
Tổng nợ phải trả và VCSH	1,898	2,166	2,383	2,301	2,206
BVPS (đ)	14,815	16,458	17,810	18,168	18,367
Nợ thuần/(tiền mặt)	(317)	(10.5)	(192)	(448)	(791)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	783	940	948	707	487
Khấu hao	(44.8)	(46.3)	(46.1)	(46.1)	(46.1)
Lãi vay thuần	55.4	70.8	93.3	61.5	46.4
Thuế TNDN đã nộp	(90.9)	(163)	(190)	(141)	(97.4)
Thay đổi vốn lưu động	2.20	(8.58)	68.8	(56.4)	(56.0)
Khác	(53.7)	(70.2)	0.02	(1.00)	(0.98)
LCT thuần từ HKKD	666	735	865	546	370
Đầu tư TS dài hạn	(18.7)	(8.86)	(5.12)	(5.20)	(5.27)
Góp vốn & đầu tư	(1,556)	(2,544)	(45.9)	188	305
Thanh lý	1,501	2,051	0	0	0
Khác	66.0	63.5	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(7.69)	(438)	(51.0)	183	299
Cổ tức trả cho CSH	(515)	(605)	(564)	(472)	(327)
Thu từ phát hành CP	11.7	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	0	97.9	0	0	0
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(503)	(507)	(564)	(472)	(327)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	163	317	108	358	614
LCT thuần trong kỳ	155	(210)	250	256	343
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.89)	1.03	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	317	108	358	614	957
Dòng tiền tự do	647	726	859	541	365

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	77.2	78.4	77.4	76.8	74.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	79.8	82.4	82.7	81.3	81.3
Tỷ suất LNT (%)	66.8	62.8	63.1	61.1	59.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	11.5	20.1	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	47.1	15.4	0.51	(22.9)	(29.2)
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	35.1	19.2	0.84	(24.2)	(29.2)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	39.0	8.41	0.99	(25.4)	(31.1)
Tăng trưởng EPS (%)	41.3	8.87	(0.04)	(26.7)	(33.2)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	41.6	8.91	(0.04)	(26.8)	(33.4)
Tăng trưởng DPS (%)	20.0	(8.33)	0	(17.3)	(33.4)
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	86.7	73.0	73.0	82.3	82.1
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	50.5	50.6	46.4	32.8	22.2
ROACE (%)	56.8	63.1	57.9	40.9	27.8
Vòng quay tài sản (lần)	0.58	0.59	0.53	0.40	0.29
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.85	0.78	0.91	0.77	0.76
Số ngày tồn kho	0	0	0	0	0
Số ngày phải thu	172	186	178	173	157
Số ngày phải trả	9.02	8.28	7.89	7.69	6.94
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(22.0)	(0.50)	(11.1)	(25.6)	(44.8)
Nợ/tài sản (%)	0.42	4.65	7.10	7.33	7.62
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.01	0.10	0.17	0.22	0.31
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.87	2.82	2.91	3.47	4.27
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.75	2.22	2.09	2.71	3.84
EV/EBITDA ĐC (lần)	3.44	2.70	2.53	3.33	4.72
P/E (lần)	6.27	5.76	5.76	7.86	11.8
P/E ĐC (lần)	6.77	6.22	6.22	8.49	12.8
P/B (lần)	2.93	2.64	2.44	2.39	2.36
Lợi suất cổ tức (%)	13.8	12.7	12.7	10.5	6.98

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) 2026.

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