



LOGISTICS

**MỞ RỘNG CÔNG SUẤT HÔM NAY
ĐÓN ĐẦU TĂNG TRƯỞNG NGÀY MAI**



Cao Ngọc Quân – quan.cn@vdsc.com.vn



TỔNG QUAN 2026

Ngành logistics trong năm 2025 chứng kiến sự hội tụ đồng thời của nhiều thách thức địa chính trị và bất ổn kinh tế vĩ mô. Sự leo thang chiến tranh thương mại khiến thương mại toàn cầu chưa thể trở về trạng thái bình ổn kể từ sau năm 2020. Các quốc gia châu Á vững vàng bước qua thử thách nhờ định hướng đa dạng hóa thị trường, định tuyến lại luồng hàng và trở thành trụ cột tăng trưởng của thương mại toàn cầu. Trong bối cảnh chung của khu vực, giá trị thương mại của Việt Nam đạt 926 tỷ USD (+19% YoY) vào năm 2025. Bước sang năm 2026, chúng tôi kỳ vọng giá trị thương mại của Việt Nam có thể duy trì được đà tăng trưởng nhờ: (1) Nhu cầu giao thương hàng hóa toàn cầu tiếp tục tăng trưởng ở mức 2-3%, (2) Việt Nam là điểm đến hấp dẫn đối với doanh nghiệp FDI khi thuế hiệu dụng cho hàng hóa nhập khẩu vào Mỹ của Việt Nam thấp nhất khu vực, (3) Việt Nam mở rộng hạ tầng cảng biển, cảng hàng không đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của hoạt động thương mại và (4) Phát triển các khu vực thương mại tự do tại ba trung tâm kinh tế là Hải Phòng, Đà Nẵng, Hồ Chí Minh. Trôi theo dòng chảy, chúng tôi lựa chọn các doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực cảng biển và cảng hàng không có hạ tầng được mở rộng tại các trung tâm logistics của Việt Nam là **GMD (cảng biển)** và **ACV (cảng hàng không)**.

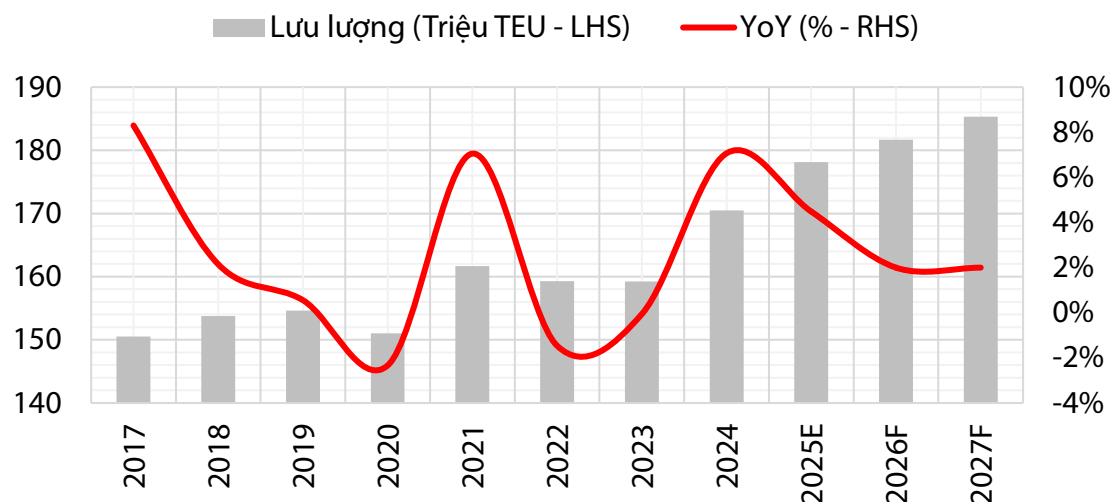
ĐIỂM NHẤN 2026

- **Cảng biển** – Châu Á duy trì khả năng chống chịu tốt trong giai đoạn đầu của “chiến tranh thương mại 2.0”, nhờ chủ động dịch chuyển sang các thị trường thay thế Mỹ, qua đó nâng cao sức đề kháng trước rủi ro thuế quan. Việt Nam nổi lên là điểm đến FDI ưu tiên nhờ lợi thế chi phí lao động cạnh tranh, mạng lưới FTA đa dạng và mức thuế quan thấp nhất trong khu vực. Hạ tầng cảng biển tiếp tục được mở rộng, giúp rút ngắn thời gian làm hàng và thời gian neo bến, từ đó gia tăng hiệu quả kinh tế cho các hãng tàu. Đồng thời, Quyết định số 2506/QĐ-BXD ngày 31/12/2025 cho phép tăng 10% khung giá xếp dỡ container tại các cảng nước sâu, mở ra dư địa cải thiện biên lợi nhuận. Chúng tôi lựa chọn GMD nhờ công suất được bổ sung tại Hải Phòng khi Nam Đình Vũ giai đoạn 3 đi vào khai thác vào Q4-FY25, đồng thời Gemalink hưởng lợi trực tiếp từ chính sách tăng giá xếp dỡ của Bộ Xây dựng.
- **Cảng hàng không** – Nhu cầu lưu hành qua đường hàng không ngày càng tăng cao tại các nước Châu Á, tiêu biểu là các quốc gia Trung Quốc, Hàn Quốc và Ấn Độ nhờ thu nhập khả dụng của người dân tăng lên và tăng chi tiêu cho lĩnh vực giải trí, văn hóa. Việt Nam trở thành điểm đến ưa thích của khách Châu Á nhờ chi phí du lịch giá rẻ và văn hóa đa dạng. Sân bay quốc tế Long Thành dự kiến đưa vào khai thác thương mại kể từ 06/2026 và mở rộng nhà ga T2-Nội Bài sẽ giúp Việt Nam đón đầu xu hướng tăng lên của khách quốc tế trong bối cảnh hạ tầng tại hai khu vực Hồ Chí Minh và Hà Nội đã quá tải từ lâu.

RỦI RO 2026

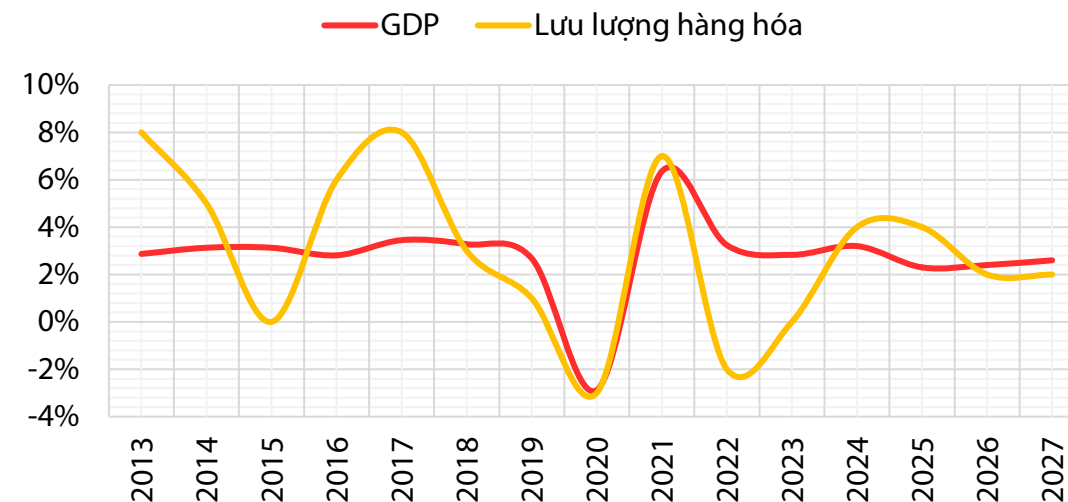
- Một số hàng hóa của Việt Nam có thể bị áp thuế 40% khi nhập khẩu vào Mỹ nếu bị xem là hàng chuyển tải.
- Làn sóng hàng hóa giá rẻ từ Trung Quốc tìm kiếm thị trường tiêu thụ mới có thể thúc đẩy chủ nghĩa bảo hộ thương mại trên phạm vi toàn cầu.
- Sân bay Quốc tế Long Thành dự kiến đi vào hoạt động, nhưng tình trạng hạ tầng giao thông đường bộ kết nối giữa Long Thành và Thành phố Hồ Chí Minh có nguy cơ không theo kịp tiến độ. Điều này tiềm ẩn nguy cơ gây ùn tắc kéo dài, làm giảm sức hút đối với du khách quốc tế.

Hình 1: Dự phóng lưu lượng container toàn cầu



Nguồn: Unctad, Clarkson, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Tương quan giữa tăng trưởng lưu lượng container và GDP toàn cầu

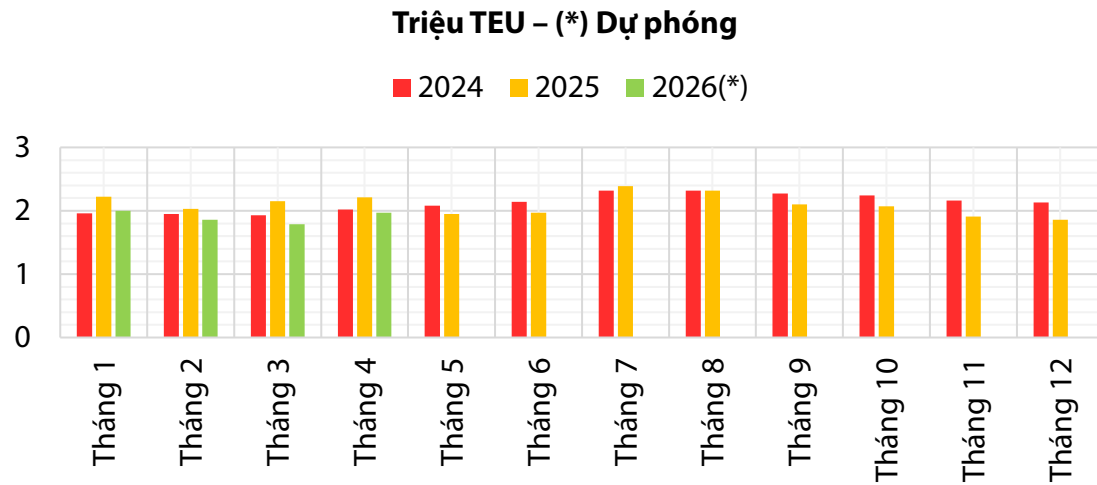


Nguồn: Xeneta, CTCK Rồng Việt

Theo các tổ chức nghiên cứu ngành hàng hải như Clarkson, Xeneta, DHL, Unctad, lưu lượng hàng hóa container toàn cầu được dự báo tăng trưởng từ 2 – 3% trong năm 2026. Tăng trưởng kinh tế toàn cầu duy trì quỹ đạo tăng trưởng sẽ là “mỏ neo” hỗ trợ nhu cầu giao thương hàng hóa.

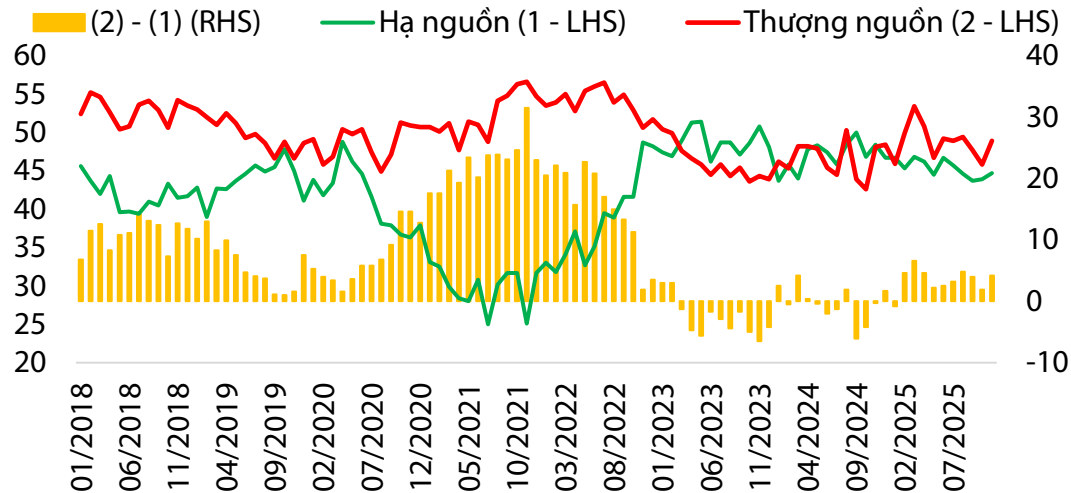
- Sản lượng nhập khẩu container của Mỹ tăng vọt trong nửa đầu năm 2025 do hiệu ứng frontloading (nhập hàng trước thuế quan) trước khi mức thuế 50% có hiệu lực. Phần còn lại của năm 2025 nhiều khả năng sẽ chứng kiến nhu cầu thấp hơn khi các nhà nhập khẩu xả hàng tồn kho. Sản lượng container giảm mạnh trong những tháng cuối năm 2025 và dự báo sẽ tiếp tục bị nén trong năm 2026.
- Trung Quốc là quốc gia dẫn dắt tăng trưởng của khu vực Châu Á và toàn cầu nhờ khả năng thích ứng linh hoạt trước các kịch bản thuế quan mới, giảm thiểu thiệt hại từ chiến tranh thương mại trong tương lai bằng cách mở rộng và tái định vị sang các thị trường thay thế như Châu Âu, Viễn Đông và thị trường mới Châu Phi.
- Mối tương quan giữa tăng trưởng GDP và lưu lượng hàng hóa toàn cầu có xu hướng giảm về hệ số nhân 1,0x. Hệ số này bị chi phối bởi các yếu tố như chủ nghĩa bảo hộ, dịch chuyển chuỗi cung ứng và cấu trúc kinh tế nội tại của các thị trường lớn (Mỹ, EU, Trung Quốc).

Hình 3: Xu hướng giảm nhập khẩu chiếm chủ đạo từ 2H2025



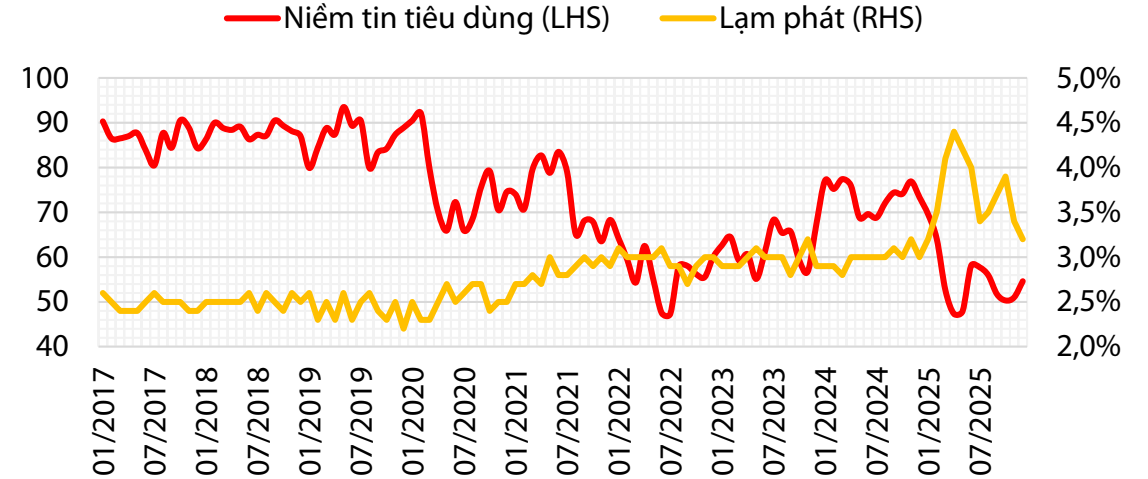
Nguồn: Global Port Tracker, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Hàng tồn kho tại Mỹ vẫn duy trì ở mức cao



Nguồn: MacroMicro, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Niềm tin tiêu dùng có sự phục hồi nhưng vẫn ở mức thấp



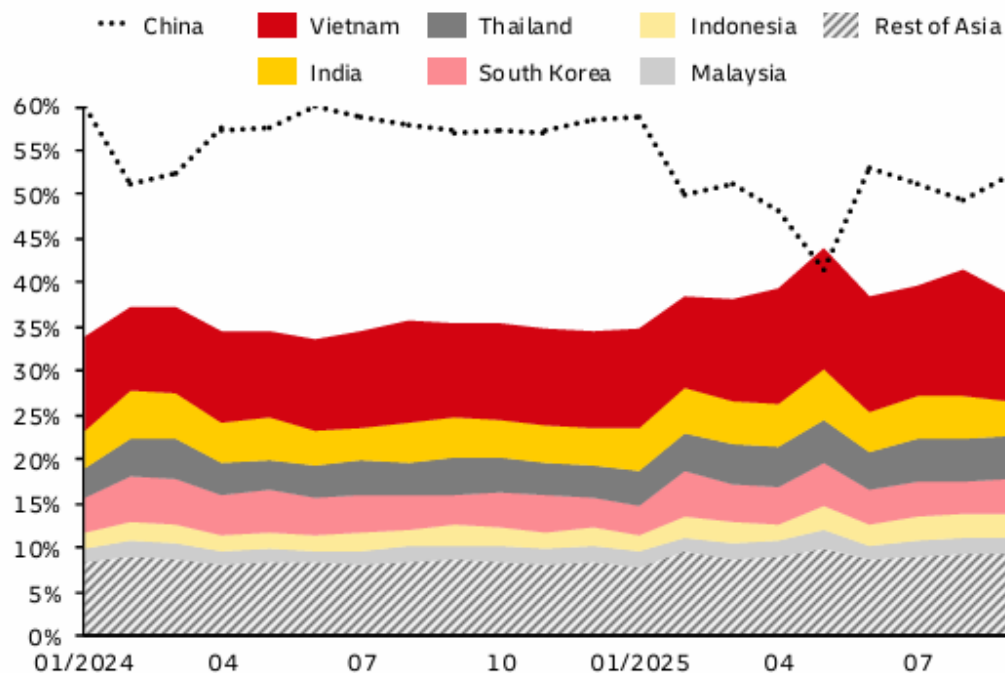
Nguồn: University of Michigan, CTCK Rồng Việt

Lũy kế 9T2025, sản lượng container nhập khẩu vào thị trường Mỹ đạt 12,5 triệu TEU (+4% YoY), tăng trưởng nhanh nhờ chạy đua nhập hàng trước thuế quan. Sản lượng nhập khẩu được dự báo giảm mạnh 11% YoY trong giai đoạn Q4-FY25 đến Q1-FY26.

Niềm tin tiêu dùng và lạm phát kỳ vọng có tín hiệu đảo chiều theo hướng tích cực đối với nhu cầu tiêu dùng trong giai đoạn tới nhưng nhìn chung vẫn đang ở mức thấp.

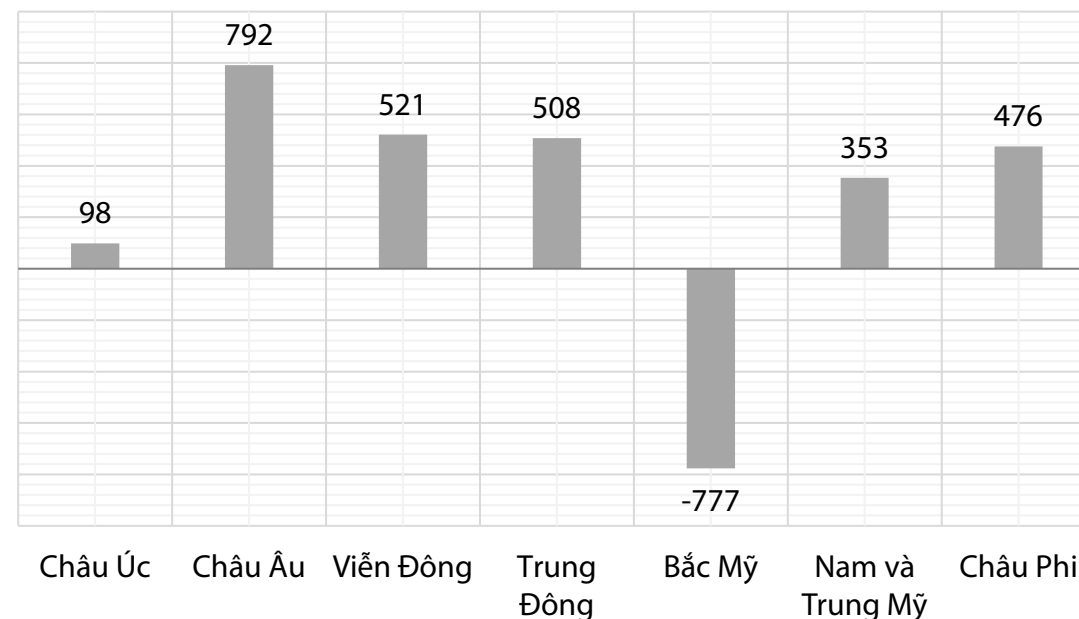
Chỉ tiêu tồn kho của các nhà sản xuất và phân phối tại Mỹ đang phản ánh xu hướng kiểm soát chặt hàng tồn kho, hơn là tín hiệu bước vào chu kỳ tái tích lũy, qua đó khiến nhu cầu nhập khẩu ở mức yếu trong ngắn hạn.

Hình 6: Thị phần xuất khẩu container vào Mỹ theo quốc gia



Nguồn: DHL, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Lũy kế 7T2025, thay đổi svck của sản lượng container xuất khẩu Trung Quốc sang các khu vực (nghìn TEU)

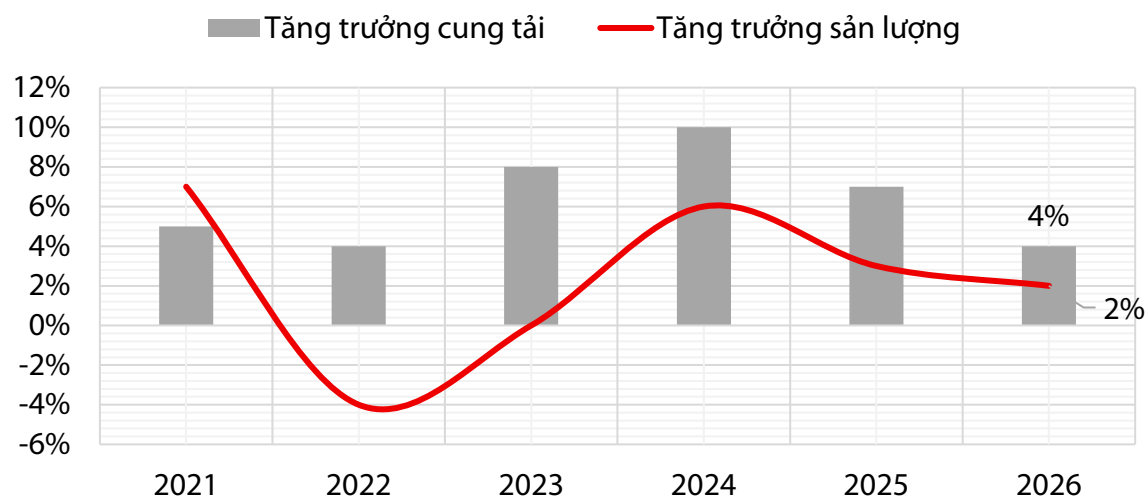


Nguồn: Xeneta, CTCK Rồng Việt

Thị phần xuất khẩu của Trung Quốc sang thị trường Mỹ đã ghi nhận sự phục hồi sau thỏa thuận áp thuế đối ứng ở mức 47%, có hiệu lực đến tháng 10/2026, mặc dù mức giá hàng hóa cao hơn nhưng tạo được sự ổn định để Trung Quốc xuất khẩu trở lại thị trường này.

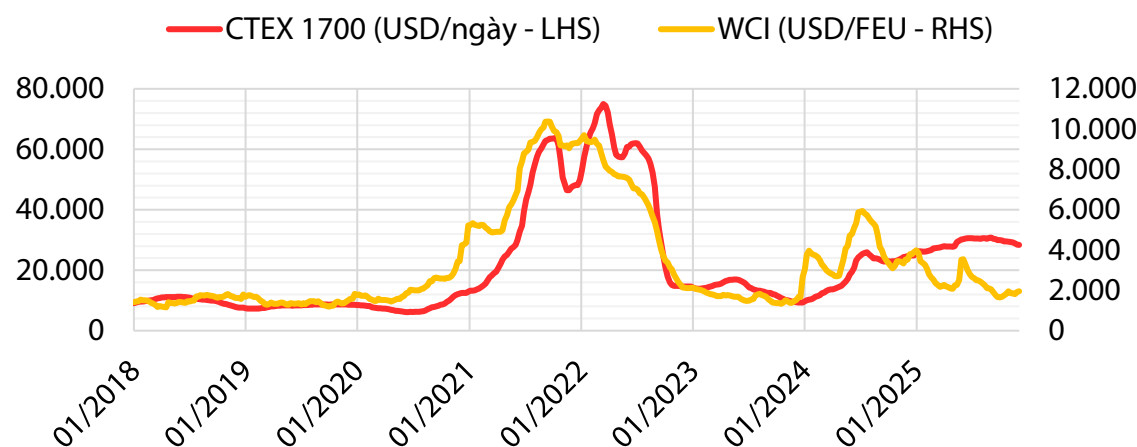
Trung Quốc là quốc gia dẫn dắt tăng trưởng của khu vực Châu Á nhờ khả năng thích ứng linh hoạt trước các kịch bản thuế quan mới, giảm thiểu thiệt hại từ chiến tranh thương mại trong tương lai bằng cách mở rộng và tái định hướng sang các thị trường thay thế như Châu Âu, Viễn Đông và thị trường mới Châu Phi. Lũy kế 11T2025, tổng giá trị thương mại hàng hóa vận chuyển bằng container đạt khoảng 5,8 nghìn tỷ USD, (+3,6% YoY), trong đó xuất khẩu đạt 3,37 nghìn tỷ USD (+6,2% YoY).

Hình 8: Giá cước vận tải container gặp áp lực khi cung vượt cầu



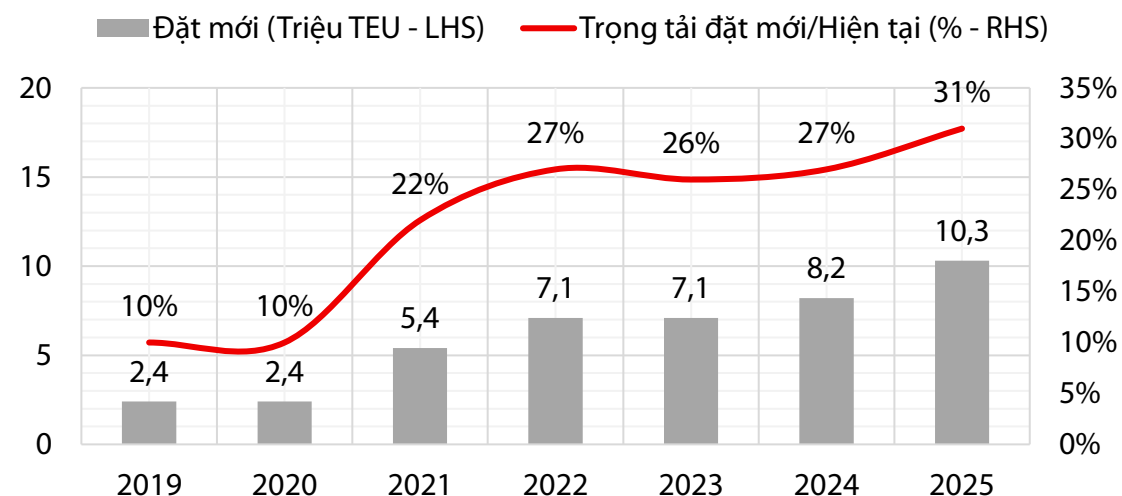
Nguồn: Drewry, Alphaliner, Clarksons, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Giá cước cho thuê tàu trong nửa cuối năm



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Cung tải đóng mới của thị trường hàng hải

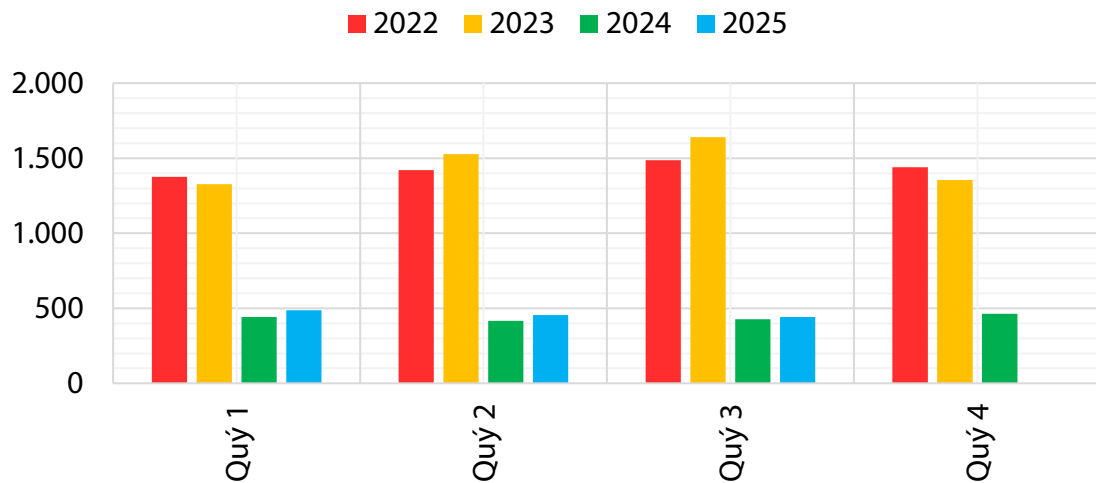


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Giá cước vận tải được dự báo tiếp tục chịu áp lực giảm trong bối cảnh nguồn cung đội tàu mới gia nhập thị trường. Cung tải container toàn cầu dự kiến tăng khoảng 4% trong năm 2026, cao hơn so với mức dự báo 2 – 3% của các tổ chức hàng hải.

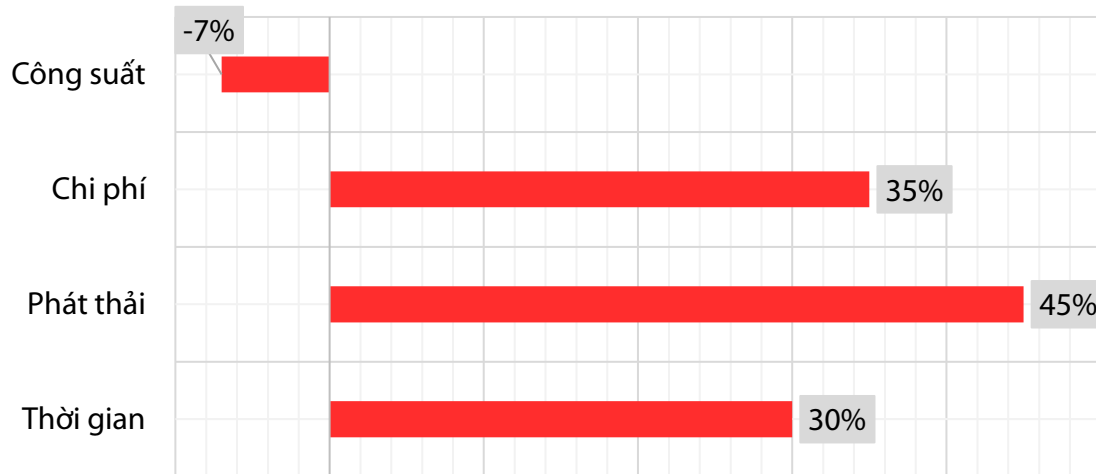
Giá thuê tàu định hạn được dự báo điều chỉnh giảm và dần quay trở lại đồng pha với xu hướng giá cước vận tải. Bối cảnh thị trường năm 2026 ghi nhận sự khác biệt svck, khi nguồn cung tàu sẵn sàng cho thuê gia tăng đáng kể, với khoảng 87 tàu được đưa vào thị trường, trong đó khoảng 62% đang được các chủ tàu khai thác, trong khi 38% rơi vào trạng thái nhàn rỗi.

Hình 11: Số lượt tàu container di chuyển qua kênh Suez (lượt)



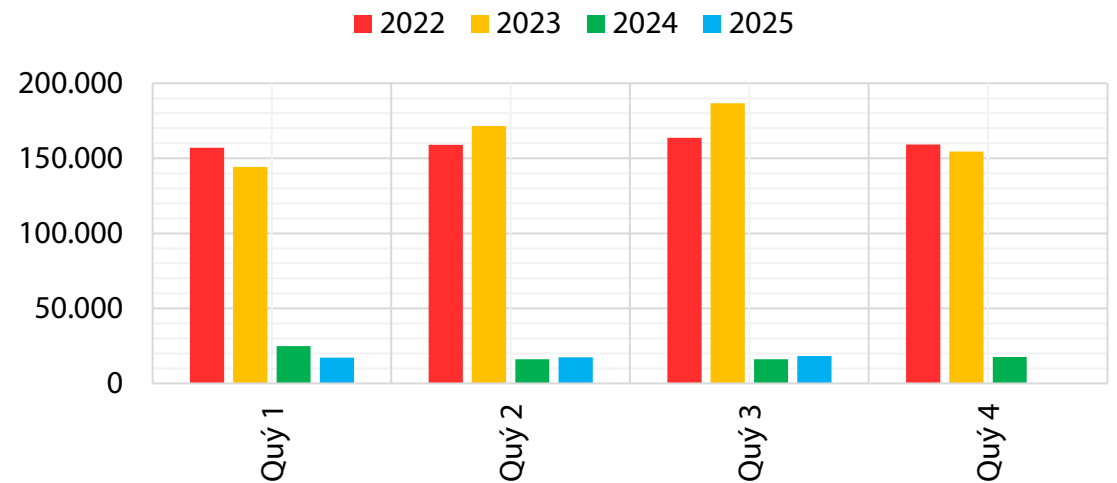
Nguồn: SCA, CTCK Rồng Việt

Hình 13: So sánh tác động khi vận chuyển qua Suez với Mũi hảo vọng



Nguồn: DHL, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Sản lượng container đi qua kênh Suez (tấn)



Nguồn: SCA, CTCK Rồng Việt

Chuyển hướng vận tải qua Mũi Hảo Vọng nhằm đảm bảo an toàn cho thuyền viên và hàng hóa, qua đó góp phần hấp thụ bớt công suất dư thừa. Tuy nhiên, tuyến vòng tránh này làm gia tăng chi phí nhiên liệu và nhân sự, kéo dài thời gian giao hàng và đẩy mức phát thải lên cao.

Sau thỏa thuận ngừng bắn Israel – Hamas đạt được vào tháng 10/2025, một số hãng tàu đã bắt đầu quay lại kênh đào Suez với quy mô hạn chế và mang tính thử nghiệm. Quá trình định tuyến đang được theo dõi về mức độ an toàn và tính bền vững của thỏa thuận, với kịch bản tích cực nhất là tuyến đường qua Suez có thể vận hành ổn định từ 2H2026.

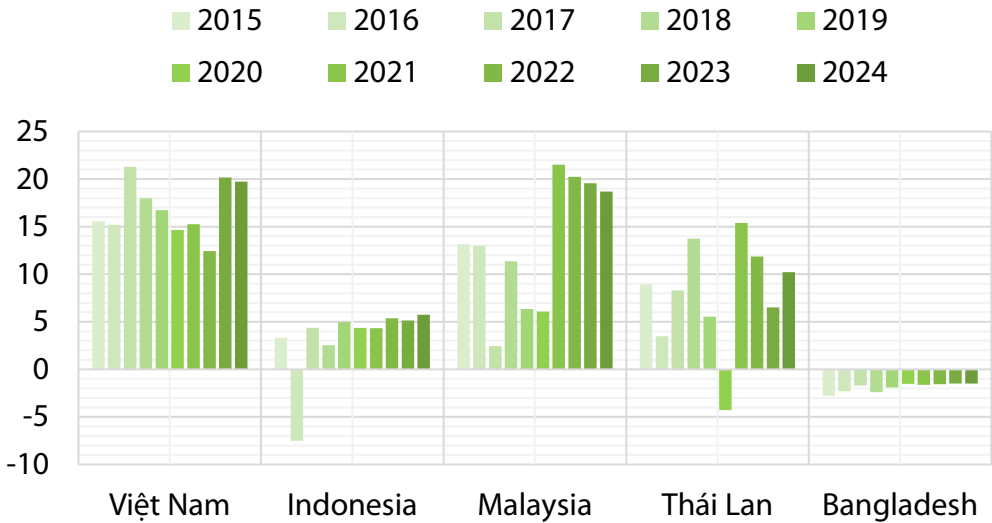
Trong bối cảnh các tuyến vận tải được tái thiết lập, giá cước vận tải và giá thuê tàu chịu áp lực giảm, khi rủi ro dư thừa công suất có xu hướng gia tăng.

Bảng 1: Các tiêu chí đánh giá năng lực của Việt Nam trong chuỗi cung ứng

Chỉ tiêu	Đánh giá
Dòng vốn FDI	Doanh nghiệp FDI có vai trò quan trọng trong hoạt động thương mại. Vốn FDI vào Việt Nam chỉ xếp sau Singapore trong khu vực Đông Nam Á và tăng trưởng đều đặn với CAGR 6% từ 2015 – 2024.
Chi phí dịch chuyển chuỗi cung ứng	Chi phí dịch chuyển chuỗi cung ứng cao giúp duy trì ổn định cho các nhà sản xuất, hạn chế việc rút vốn. Ước tính giá trị chi phí chuyển đổi chuỗi sản xuất bằng 60 – 125% của khoản đầu tư ban đầu, tùy thuộc vào từng ngành công nghiệp.
Nhóm hàng trọng yếu	Theo các nhà lãnh đạo Mỹ, nhóm hàng hóa có tính thâm dụng lao động cao như dệt may, giày dép, thủy sản đóng góp tỷ trọng lớn vào sản lượng thông qua cảng không phải nhóm hàng mục tiêu của thuế quan từ Mỹ. Đây là nhóm hàng giá trị thấp nhưng ước tính đóng góp tỷ trọng có thể lên tới 60% sản lượng thông qua cảng tại Việt Nam.
Hiệp định thương mại	Việt Nam sở hữu mạng lưới FTA đa dạng và chất lượng cao, bao gồm các hiệp định với EU, Anh, Nhật Bản và Hàn Quốc – những thị trường khó tính nhưng có giá trị thương mại cao. Điều này tạo điều kiện cho việc đa dạng hoá hoạt động xuất khẩu.

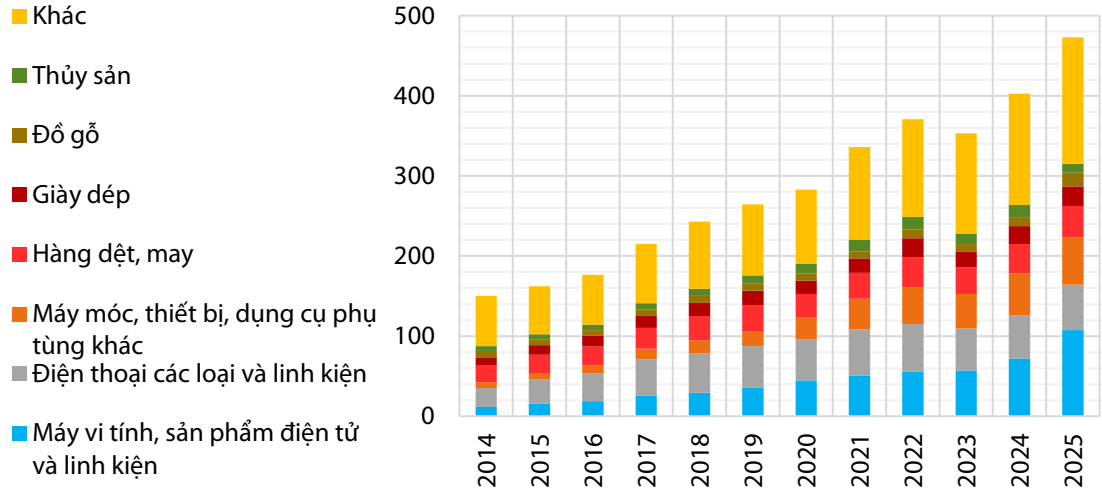
Nguồn: CTCK Rông Việt

Hình 14: Dòng vốn FDI tại một số quốc gia Châu Á



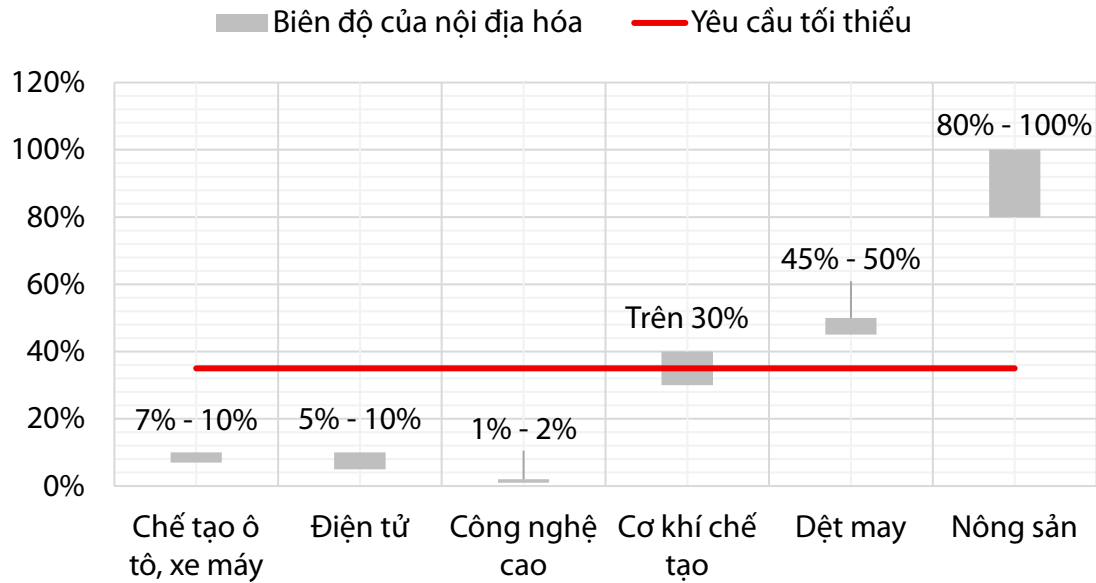
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Hình 15: Giá trị xuất khẩu theo nhóm hàng



Nguồn: Tổng cục hải quan, CTCK Rông Việt

Hình 16: Tỷ lệ nội địa hóa



Nguồn: Bộ Công thương, Báo Chính phủ, CTCK Rồng Việt

Mức thuế đối ứng áp lên hàng hóa Việt Nam hiện ở ngưỡng cao hơn so với một số quốc gia trong khu vực. Tuy nhiên, xét trên thuế suất hiệu dụng, Việt Nam (15,82%) vẫn thấp hơn đáng kể so với mặt bằng chung khu vực (26,12%), qua đó củng cố lợi thế cạnh tranh về giá khi xuất khẩu vào Mỹ.

Rủi ro nằm ở khái niệm hàng hóa trung chuyển qua Việt Nam bị áp thuế lên tới 40%. Dù vậy, các nhóm hàng chiếm tỷ trọng lớn trong sản lượng container như nông sản, dệt may và cơ khí chế tạo có tỷ lệ nội địa hóa cao, nên chúng tôi cho rằng tác động từ rủi ro này không quá lớn.

Bảng 2: So sánh thuế suất hiệu quả của Mỹ áp dụng lên một số quốc gia

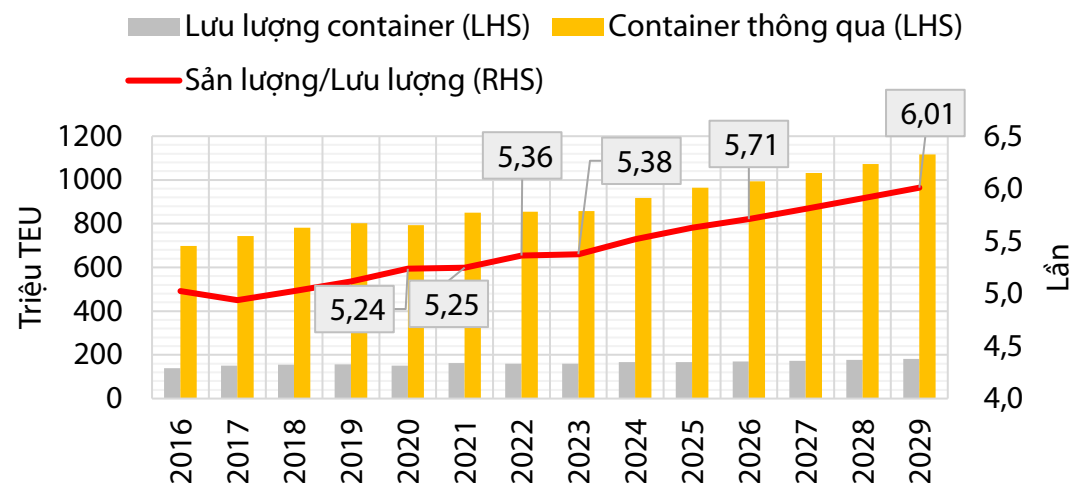
Quốc gia	Mức thuế hiệu dụng	Mức thuế đối ứng
Malaysia	39%	25%
Myanmar	39%	40%
Lào	36%	40%
Ấn Độ	33%	25% + 25% (2)
Trung Quốc	24%	10% + 10% (1)
Hàn Quốc	22%	15%
Campuchia	20%	19%
Bangladesh	20%	20%
Nhật Bản	19%	10%
Indonesia	18%	19%
Thái Lan	17%	19%
Việt Nam	15.82%	20%

(1) Thuế đối ứng 25%, tuy nhiên áp dụng thêm 25% do việc mua các sản phẩm dầu mỏ của Nga.

(2) Thuế đối ứng 10%, áp dụng thêm 10% với các cuộc đàm phán liên quan đến nguồn cung fentanyl.

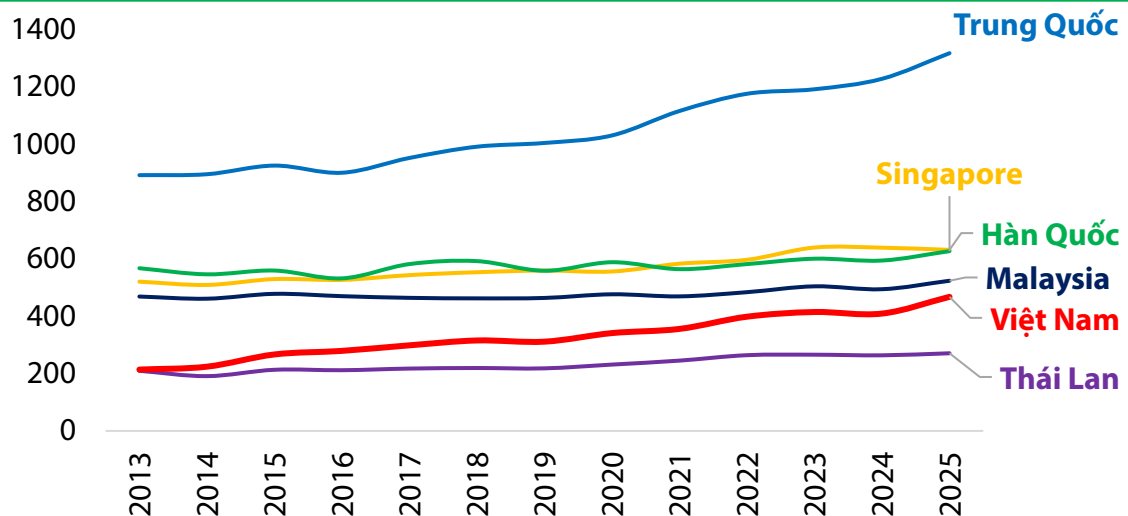
Nguồn: CGD, CTCK Rồng Việt

Hình 17: Sản lượng container thông qua cảng trên toàn cầu



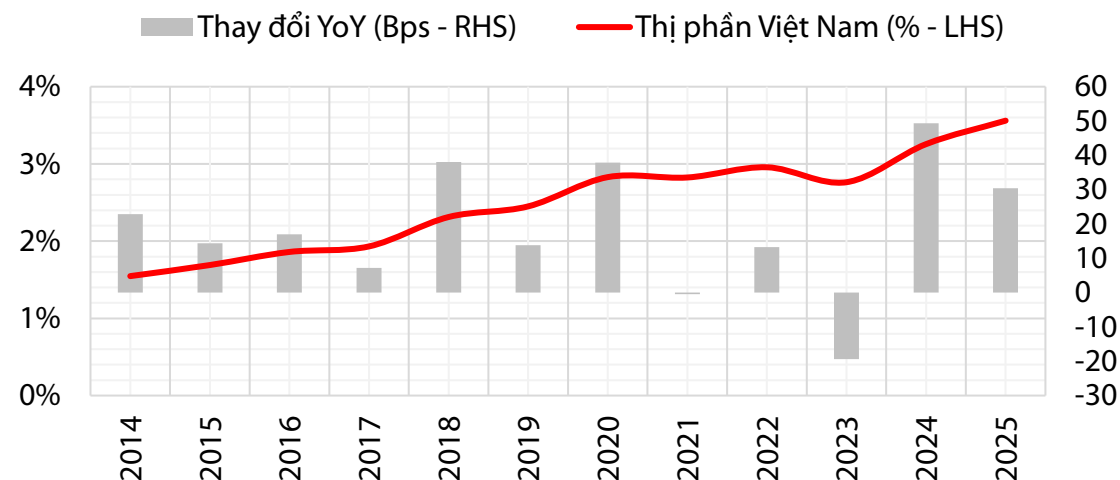
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 19: Chỉ số kết nối của Việt Nam



Nguồn: Unctad, CTCK Rồng Việt

Hình 18: Thay đổi thị phần container thông qua Việt Nam

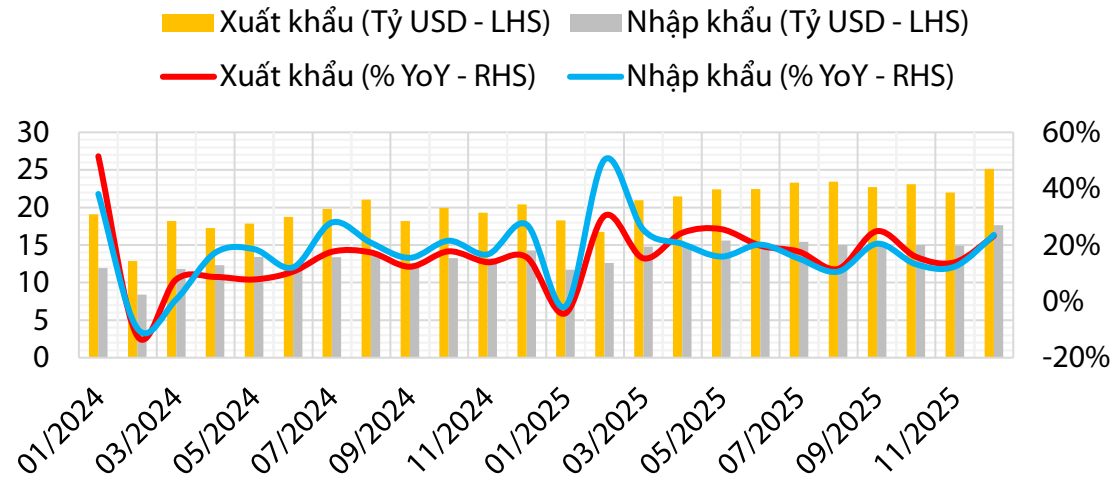


Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Sản lượng container thông qua toàn cầu ước đạt gần 1 tỷ TEU (+5% YoY). Chỉ số lưu lượng/sản lượng đạt 5,63 lần (+0,1 điểm YoY), tiếp tục quỹ đạo tăng trưởng đó khi nhiều cảng trung chuyển hơn được tích hợp vào chuỗi cung ứng toàn cầu.

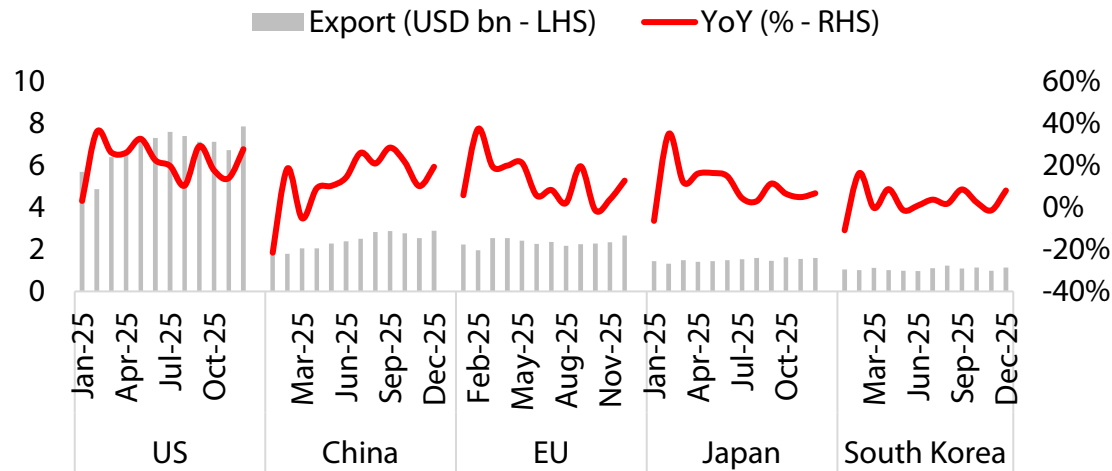
Thị phần sản lượng container của Việt Nam tiếp tục mở rộng, đạt 3,56% (+30 bps YoY), phản ánh mức độ hội nhập ngày càng sâu của Việt Nam vào chuỗi cung ứng toàn cầu. Theo UNCTAD, Việt Nam lọt Top 10 quốc gia có tốc độ tăng trưởng Chỉ số Kết nối vận tải biển (LSCI) nhanh nhất thế giới, tăng 14% YoY, chủ yếu nhờ đẩy mạnh đầu tư mở rộng hạ tầng cảng biển. Nổi bật là bốn bến cảng nước sâu mới tại Lạch Huyện, giúp nâng cao năng lực tiếp nhận tàu và tần suất khai thác.

Hình 20: Giá trị XNK container đường biển trong năm 2025



Nguồn: Tổng cục hải quan, CTCK Rồng Việt

Hình 21: Giá trị xuất khẩu qua các đối tác thương mại chính

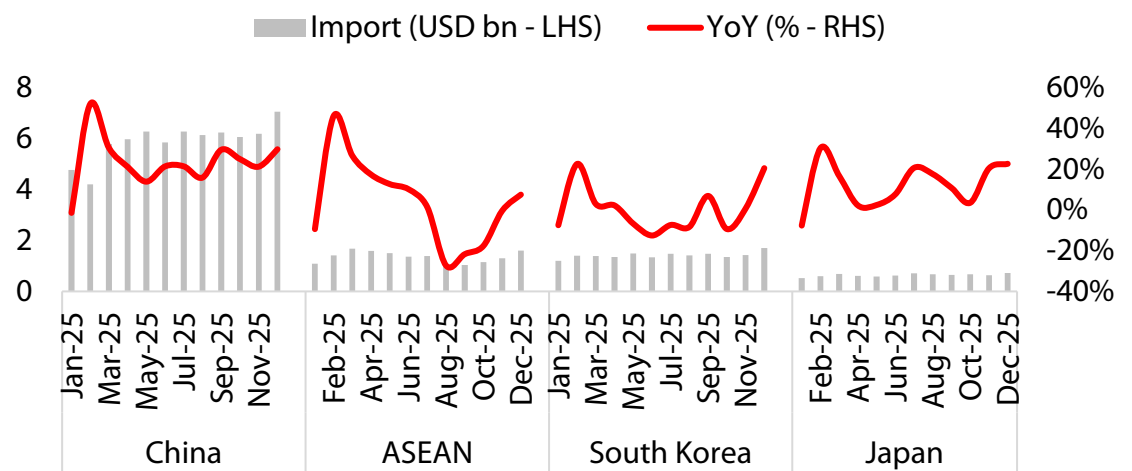


Nguồn: Tổng cục hải quan, CTCK Rồng Việt

Năm 2025, giá trị XK và NK container đường biển lần lượt đạt 262 tỷ USD và 177 tỷ USD, cùng tăng 18% svck. Động lực tăng trưởng xuất khẩu đến từ máy tính, linh kiện điện tử và máy móc thiết bị – nhóm hàng có giá trị cao nhưng đóng góp hạn chế vào sản lượng container. Nhìn chung, dòng chảy thương mại chậm lại trong Q4-FY25 và tăng trưởng trở lại vào tháng 12, trước kỳ nghỉ Tết Nguyên đán, mang tính thường niên khi thị trường bước qua giai đoạn cao điểm.

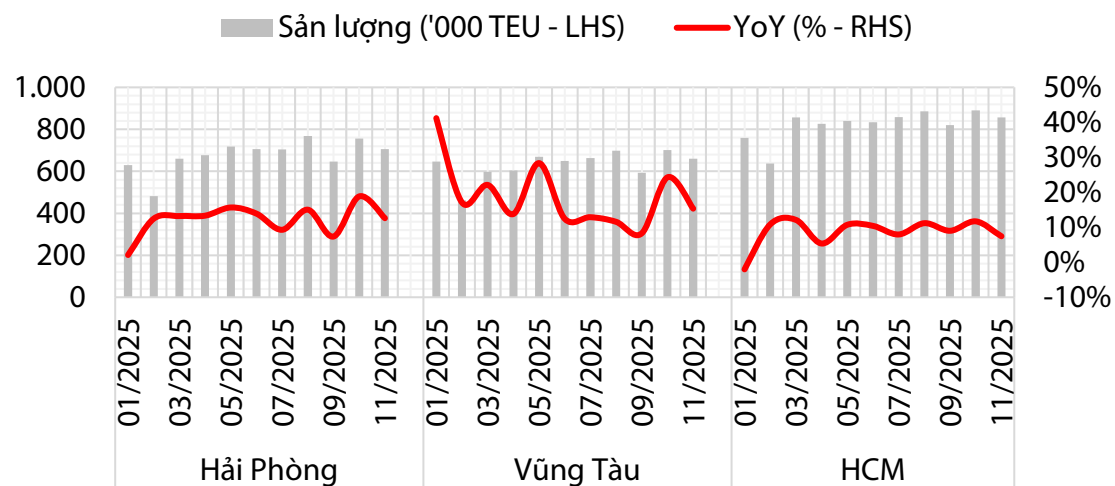
Trong bức tranh chung, giá trị xuất khẩu sang các đối tác thương mại chính cũng suy giảm. Đồng thời, hoạt động nhập khẩu duy trì trạng thái trầm lắng trong Q4-FY25, cho thấy xu hướng tích trữ nguyên vật liệu phục vụ sản xuất cho giai đoạn đầu năm 2026 chưa thực sự sôi động.

Hình 22: Giá trị nhập khẩu từ các đối tác thương mại chính



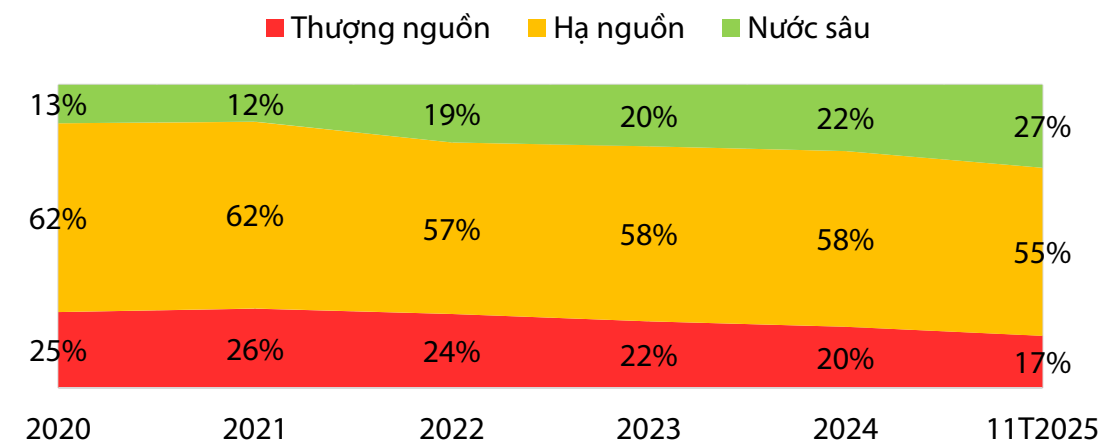
Nguồn: Tổng cục hải quan, CTCK Rồng Việt

Hình 23: Sản lượng thông qua các cụm cảng chính



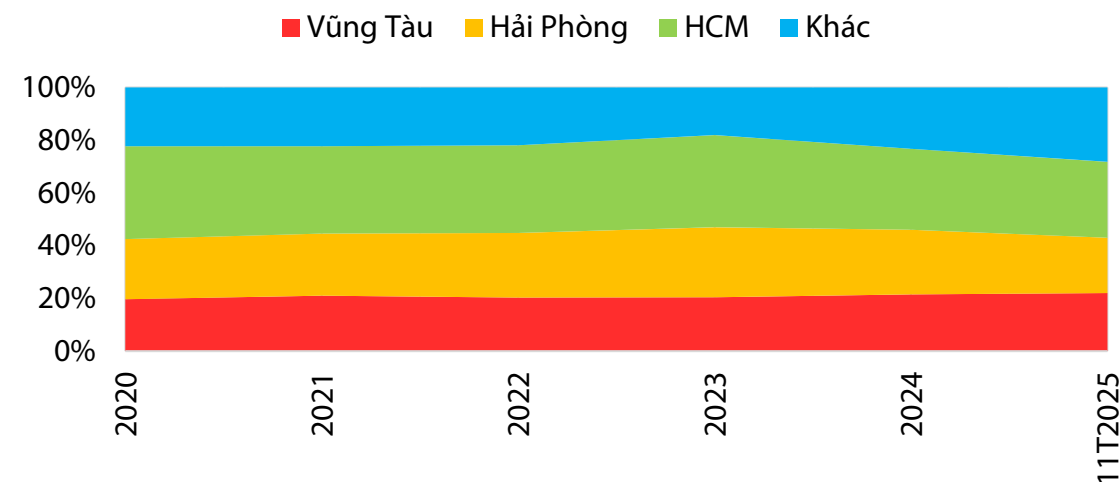
Nguồn: VPA, CTCK Rồng Việt

Hình 25: Lạch Huyện 3-6 đi vào hoạt động đã gia tăng thị phần, và xu hướng hàng hóa tập trung về cảng nước sâu sẽ tiếp tục trong dài hạn



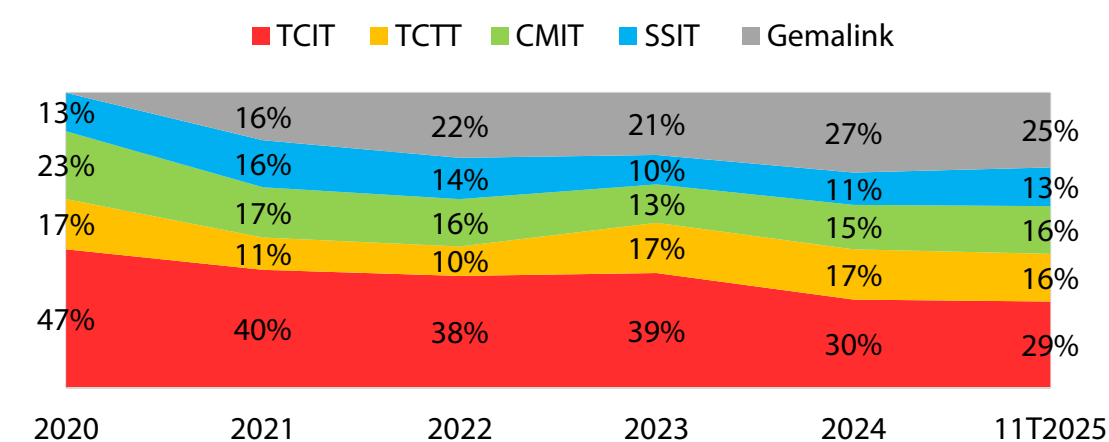
Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, VPA, CTCK Rồng Việt

Hình 24: Thị phần các cụm cảng trên cả nước



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 26: Cảng CMIT và SSIT đóng góp đáng kể vào tăng trưởng tại Vũng Tàu, thị phần được mở rộng khi các cảng khác đã tối đa công suất



Nguồn: VPA, CTCK Rồng Việt

Cổ phiếu	Vốn hóa (Tỷ đồng)	GTKL.BQ 3T (tr.đng)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Giá đóng cửa	Cổ tức tiền mặt 12 tháng tới	Suất sinh lời kỳ vọng 12 tháng tới %	Sở hữu NN còn lại %	P/E		P/B		ROE Forward	EPS			GTSS/CP			Tăng trưởng 2026	
								2026F	TB 5 năm	2026F	TB 5 năm		2024A	2025	2026F	2024A	2025	2026F	Doanh thu % (*)	LNST-ĐDCTM % (*)
GMD	30.281	97.745	76.000	71.000	2.000	10,0	10,3	16,6	17,3	2,1	2,2	17,3	4.285	3.995	4.351	29.919	31.290	33.293	-1,1	9,0
VSC	8.479	188.967	24.700	22.650	500	11,3	46,1	3,9	19,9	2,0	1,5	3,1	2.558	523	784	16.206	11.438	11.663	16,9	11,2
PHP(*)	11.607	6.046	N.R	35.500	N.A	34,6	48,9	9,7	13,1	2,1	1,7	15,3	2.469	3.198	3.651	16.992	20.190	23.841	9,3	14,2
SGP(*)	5.667	5.030	N.R	26.200	N.A	N.A	48,4	N.A	16,2	2,1	1,8	6,3	791	N.A	N.A	12.755	N.A	N.A	N.A	N.A
DVP(*)	2.856	990	N.R	71.400	N.A	N.A	38,7	N.A	8,3	2,1	1,8	19,9	8.406	N.A	N.A	37.223	N.A	N.A	N.A	N.A
HAH	9.524	113.458	62.700	56.400	0	11,4	22,8	7,1	8,1	1,4	1,7	28,9	4.986	6.266	7.290	27.005	32.467	39.952	3,6	12,0
PVT	9.352	94.995	25.100	19.900	0	26,1	38,1	7,9	9,7	1,0	1,2	10,5	3.075	2.210	2.644	21.685	18.459	20.910	12,3	19,6
VNL(*)	300	233	N.R	21.250	N.A	N.A	37,0	N.A	5,9	0,9	0,8	18,8	3.149	N.A	N.A	21.033	N.A	N.A	N.A	N.A

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 09/02/2026.

* Đối với những cổ phiếu trong danh mục khuyến nghị: ROE , ROA ,P/B , và P/E forward được tính dự phóng dựa trên dự phóng LN 2025

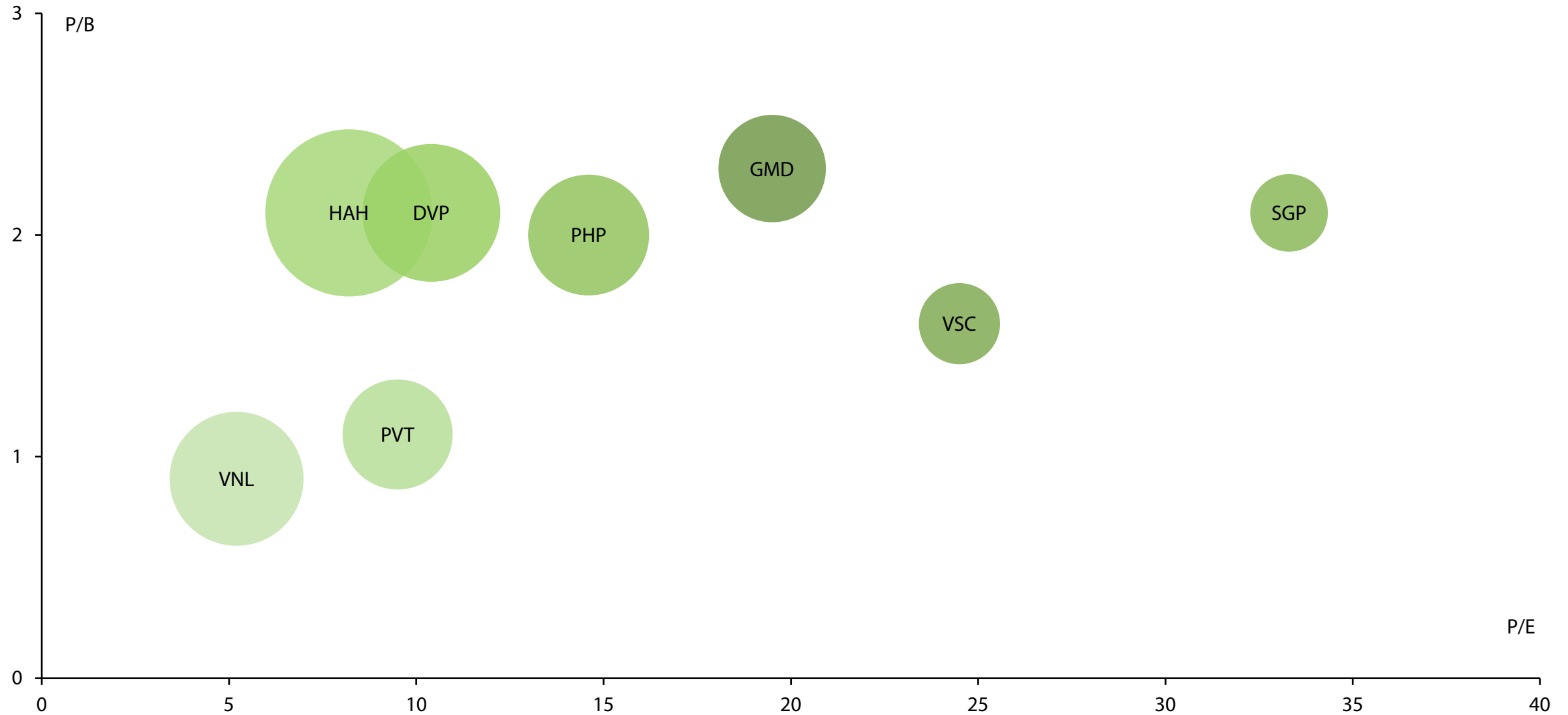
Đối với cổ phiếu được chúng tôi theo dõi: kết quả được cập nhật dựa trên số liệu 4 quý gần nhất

N.R: Không đánh giá

N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu

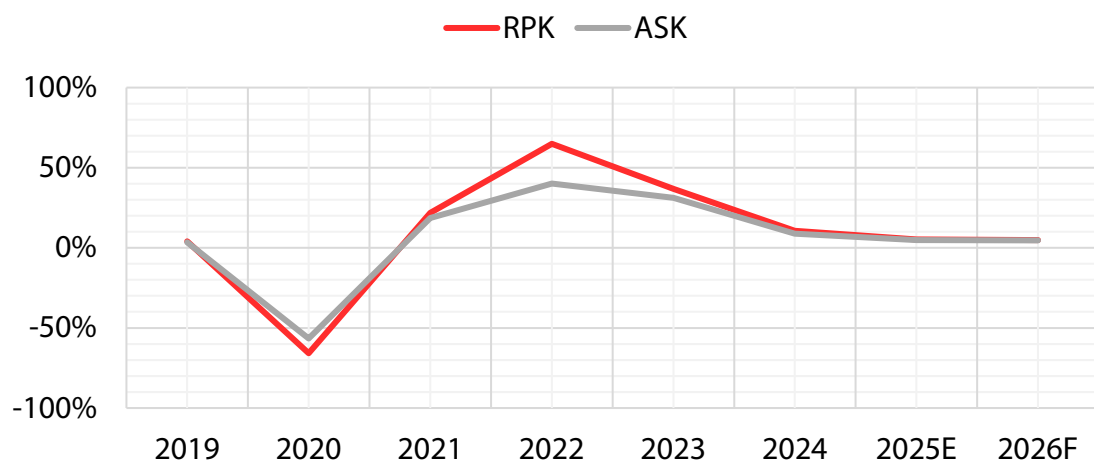
EPS: Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ trên mỗi cổ phiếu

GTSS/CP: Giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu



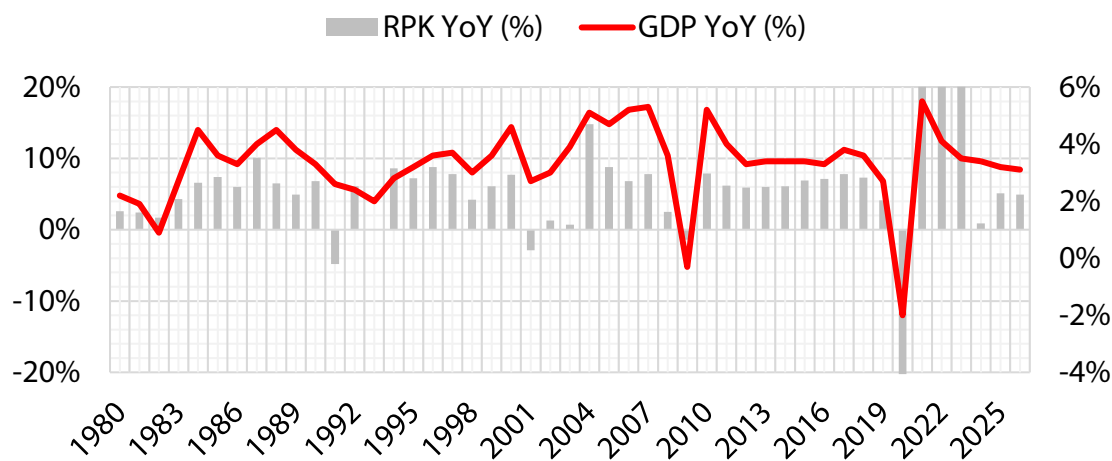
Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 09/02/2026

Hình 27: Tăng trưởng RPK và ASK (YoY)



Nguồn: IATA, CTCK Rồng Việt

Hình 28: Tương quan giữa tăng trưởng RPK và GDP toàn cầu (YoY)



Nguồn: IATA, CTCK Rồng Việt

Doanh thu vận tải hành khách bằng đường hàng không đã tăng trưởng nhanh hơn đáng kể so với tăng trưởng kinh tế trong xuyên suốt 30 năm lịch sử, với tốc độ xấp xỉ gấp 2,3 lần GDP toàn cầu. Tuy nhiên, xu hướng này đã chậm lại trong những năm gần đây. Trong giai đoạn 2024 – 2026, tăng trưởng RPK được kỳ vọng tiệm cận hơn với GDP, ở mức khoảng 1,5 lần. Sự điều chỉnh này chủ yếu xuất phát từ hạn chế nguồn cung do chậm giao máy bay, qua đó hạn chế khả năng mở rộng khai thác của các hãng hàng không để đáp ứng nhu cầu. Lũy kế 10T2025, lưu lượng hành khách toàn cầu tăng 5,3% YoY, tương đối phù hợp với mức trung bình dài hạn khoảng 5%.

Bước sang năm 2026, lưu lượng hành khách toàn cầu được dự báo tăng 4,9% YoY, phản ánh sự cải thiện nhẹ của tăng trưởng GDP toàn cầu. Châu Á – Thái Bình Dương tiếp tục là khu vực dẫn đầu, được hỗ trợ bởi động lực kinh tế mạnh mẽ tại Trung Quốc, Ấn Độ và Việt Nam, thúc đẩy cả nhu cầu đi lại nội địa lẫn quốc tế, đặc biệt trong khu vực.

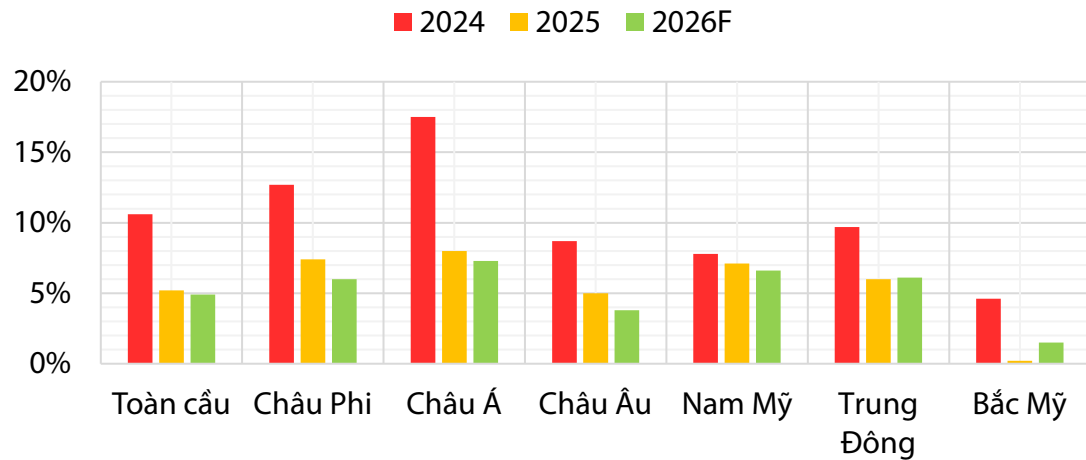
Bộ chỉ số được sử dụng phổ biến trong ngành hàng không, dùng để đánh giá hiệu quả hoạt động của hãng hàng không (LF), nhu cầu của khách hàng (RPK) và cung tải của hãng bay (ASK). Các hãng hàng không ứng dụng trong việc đưa ra quyết định mở thêm tuyến mới, tăng tần suất bay, mở rộng đội bay nhằm đáp ứng nhu cầu của thị trường, tăng doanh thu và thị phần.

RPK – Revenue Passenger Kilometers: thước đo doanh thu hành khách được vận chuyển bởi một hãng hàng không.

ASK – Available Seat Kilometers: đo lường năng lực chuyên chở của một hãng hàng không.

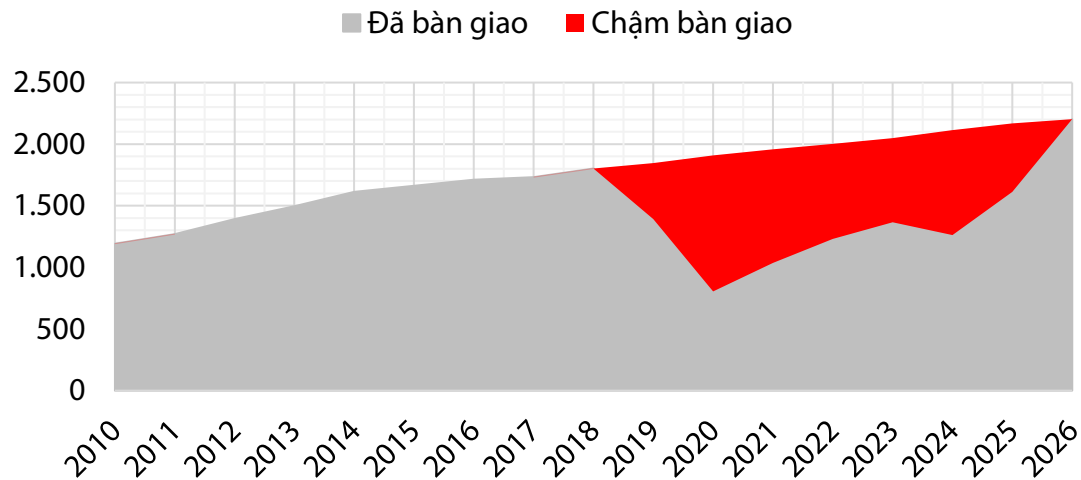
LF – Load factor: đo lường hiệu quả khai thác chỗ ngồi trên máy bay.

Hình 29: Châu Á có tốc độ tăng trưởng sản lượng hành khách vượt trội



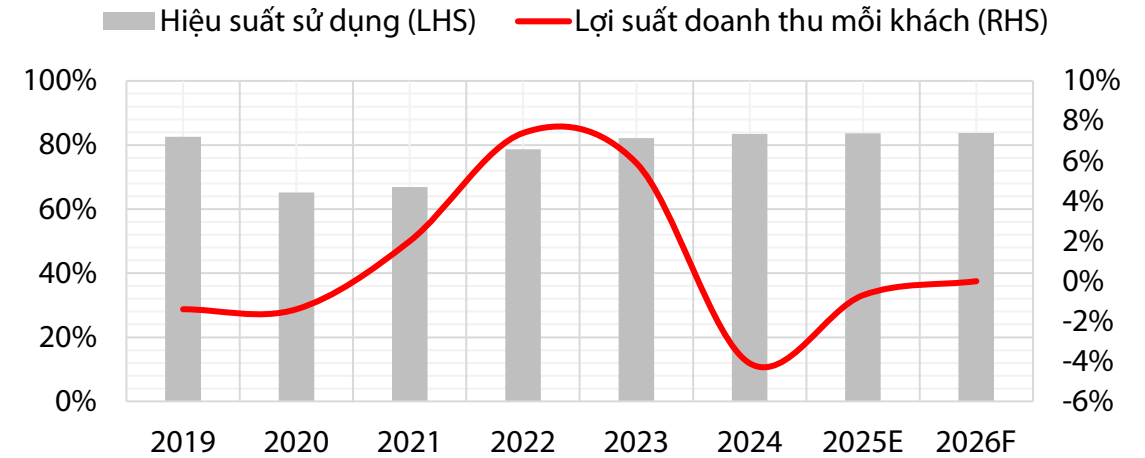
Nguồn: IATA, CTCK Rồng Việt

Hình 31: Hoạt động giao nhận tàu bay bị đình trệ từ 2019 - 2025



Nguồn: IATA, CTCK Rồng Việt

Hình 30: Hiệu suất sử dụng ghế và doanh thu mỗi hành khách

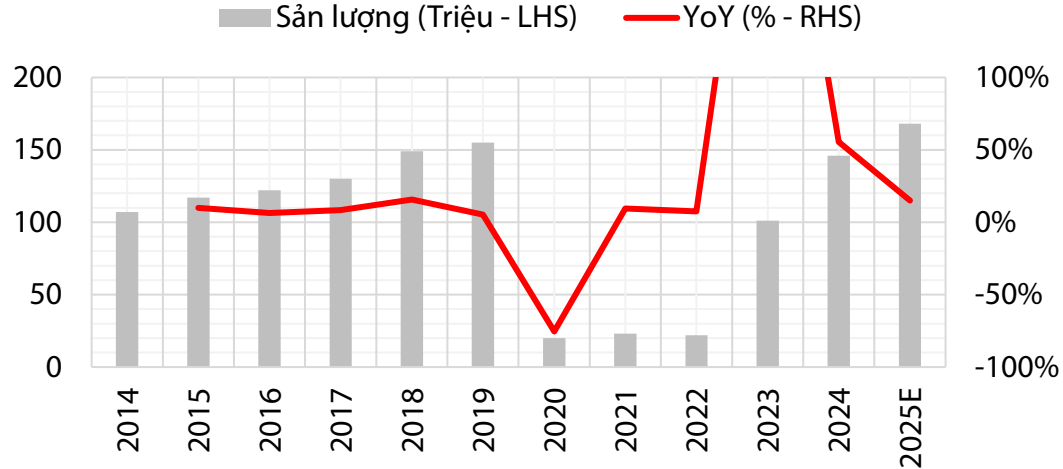


Nguồn: IATA, CTCK Rồng Việt

Hệ số ghế sử dụng của hành khách toàn cầu (Load Factor) đã đạt mức cao kỷ lục, với đỉnh 86% vào tháng 8/2025, là mức theo tháng cao nhất từng được ghi nhận. Năm 2025, LF được dự báo đạt 83,7%. Điều này được hỗ trợ bởi nhu cầu đi lại mạnh và mức độ khai thác đội bay cao. Sang năm 2026, LF dự kiến tăng nhẹ lên 83,8%, trong bối cảnh các hãng hàng không tiếp tục đối mặt với tình trạng thiếu hụt máy bay, dẫn đến hạn chế nguồn cung ghế.

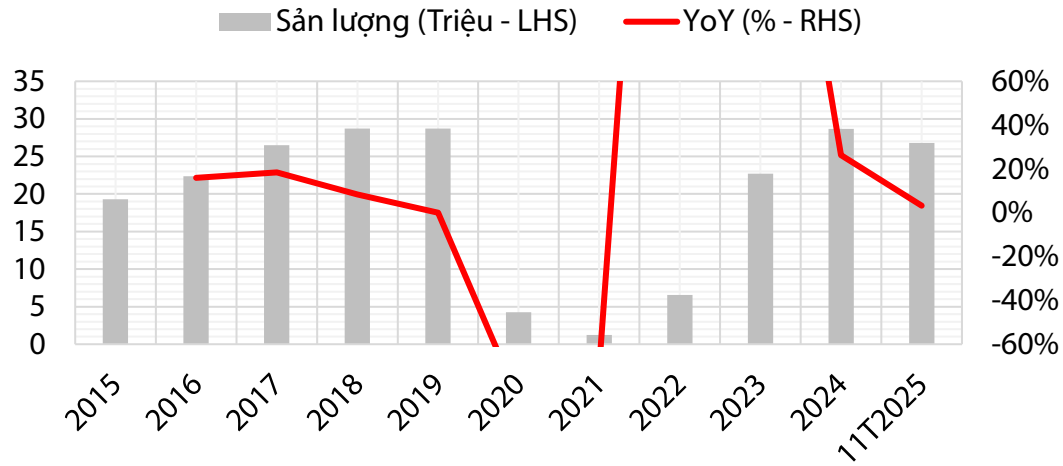
Lợi suất hành khách ước tính giảm 0,7% YoY trong năm 2025 và được dự báo đi ngang trong năm 2026. Lợi suất hành khách khó tăng trưởng mạnh bởi sự cạnh tranh từ các hãng hàng không giá rẻ và xu hướng du lịch giá rẻ/ngắn ngày của người tiêu dùng.

Hình 32: Số lượng người Trung Quốc đi du lịch nước ngoài



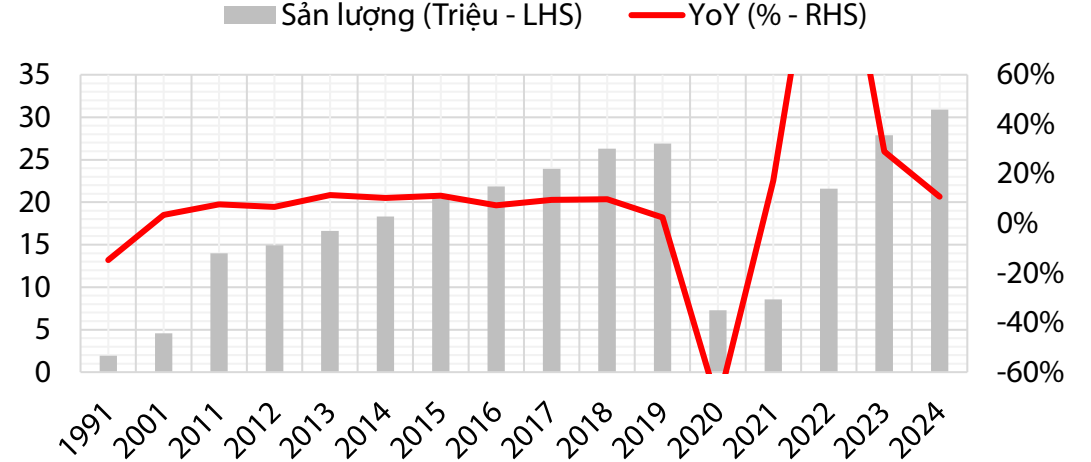
Nguồn: Học viện du lịch Trung Quốc, CTCK Rồng Việt

Hình 34: Số lượng người Hàn Quốc du lịch nước ngoài



Nguồn: Cục Thống kê Hàn Quốc, CTCK Rồng Việt

Hình 33: Số lượng người Ấn Độ du lịch nước ngoài

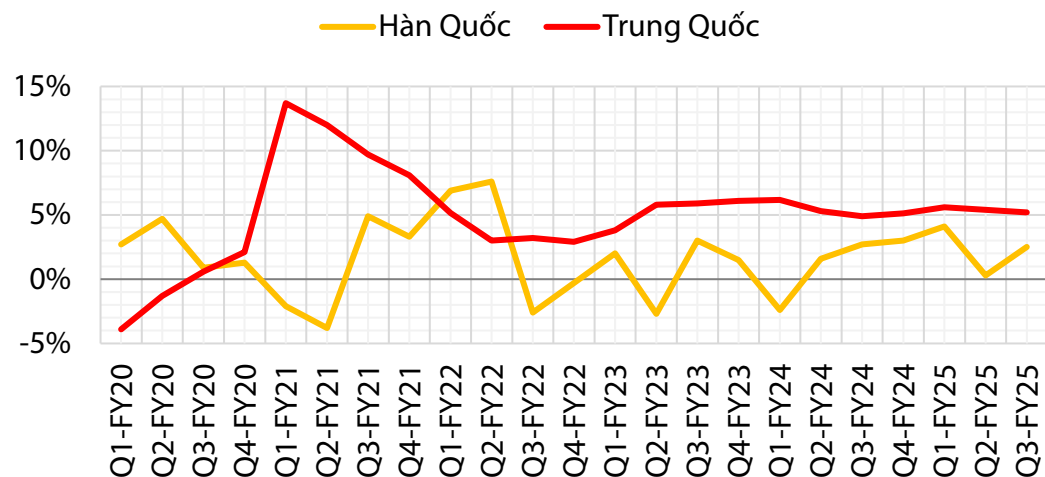


Nguồn: Bộ Du lịch Ấn Độ, CTCK Rồng Việt

Tại các thị trường chủ chốt của châu Á như Trung Quốc, Ấn Độ và Hàn Quốc, số lượt người đi du lịch nước ngoài ước đạt lần lượt khoảng 170 triệu (+15% YoY), 31 triệu (+11% YoY, năm 2024) và 27 triệu (+3% YoY, 11T2025).

- Lượng dân cư đi du lịch nước ngoài của các quốc gia này đã vượt mức trước đại dịch COVID-19, cho thấy nhu cầu du lịch quốc tế đã phục hồi nhanh chóng và bước vào giai đoạn tăng trưởng ổn định hơn.
- Diễn biến này phản ánh xu hướng mở rộng mang tính bền vững của thị trường du lịch châu Á, được hỗ trợ bởi thu nhập khả dụng cải thiện và sự gia tăng kết nối hàng không trực tiếp giữa các quốc gia trong khu vực.

Hình 35: Thu nhập khả dụng tiếp tục tăng trưởng dương

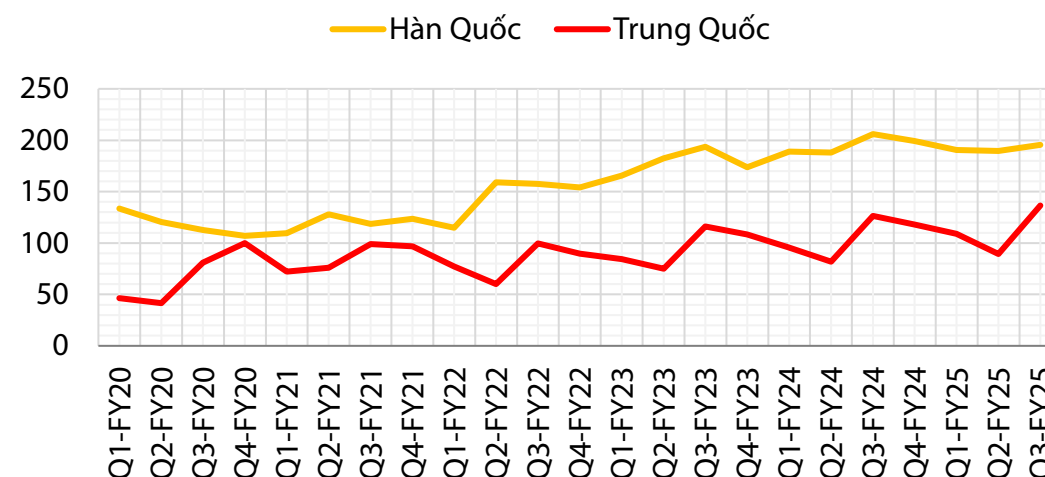


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Lũy kế 11T2025, Việt Nam đón 16,2 triệu khách du lịch qua đường hàng không, tăng trưởng 21% svck.

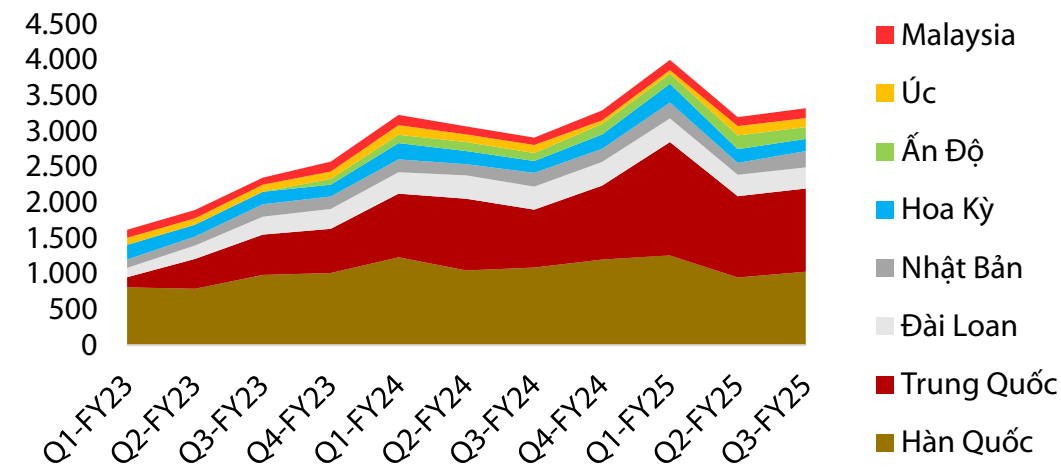
- Hai quốc gia Hàn Quốc và Trung Quốc chiếm tỷ trọng khoảng 47% tổng lượng khách quốc tế. Trong đó, du khách Trung Quốc vượt qua Hàn Quốc để quay trở lại chiếm thị phần lớn nhất kể từ sau dịch COVID. Ngoài ra, số lượng du khách Ấn Độ tăng trưởng nhanh, đạt 656 nghìn người (+47% YoY) sau 11T2025.
- Du khách Trung Quốc tăng trưởng 43% svck và Hàn Quốc giảm nhẹ 5% svck nhưng vẫn duy trì ở mức cao nhờ thu nhập khả dụng của người dân được cải thiện (hình 35) và gia tăng tiêu dùng cho lĩnh vực giải trí, văn hóa (hình 36).

Hình 36: Tiêu dùng cho lĩnh vực giải trí và văn hóa (Q2-FY20 = 100)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Hình 37: Hàn Quốc và Trung Quốc dẫn đầu về du khách đến Việt Nam



Nguồn: Tổng cục thống kê, CTCK Rông Việt

Hình 38: Mở rộng nhà ga T2 – Nội Bài (T2-NB)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Giải quyết tình trạng quá tải tại hai khu vực trọng điểm là Hà Nội và HCMC khi mở rộng thêm công suất

Hai dự án trọng điểm hoàn thành giúp tổng công suất tăng thêm 28 triệu lượt khách/năm. Sân bay Gia Bình dự kiến khai thác từ đầu năm 2027, bổ sung 30 triệu lượt khách/năm, nâng tổng công suất hệ thống sân bay Việt Nam lên khoảng 180 triệu lượt/năm (+20%).

Nội Bài và Tân Sơn Nhất hiện đón trung bình lần lượt 42 triệu và 30 triệu lượt khách/năm, vượt công suất thiết kế cũ là 28 triệu và 25 triệu lượt. Việc bổ sung 58 triệu lượt khách công suất có thể gây dư thừa ngắn hạn tại phía Bắc, nhưng phù hợp với triển vọng tăng trưởng nhu cầu lữ hành 10 – 15%/năm. Với vị trí cách Nội Bài 40 km, sân bay Gia Bình sẽ chia sẻ lưu lượng hành khách và hàng hóa, góp phần giảm tải cho Nội Bài.

Hình 39: Sân bay quốc tế Long Thành (LITA)



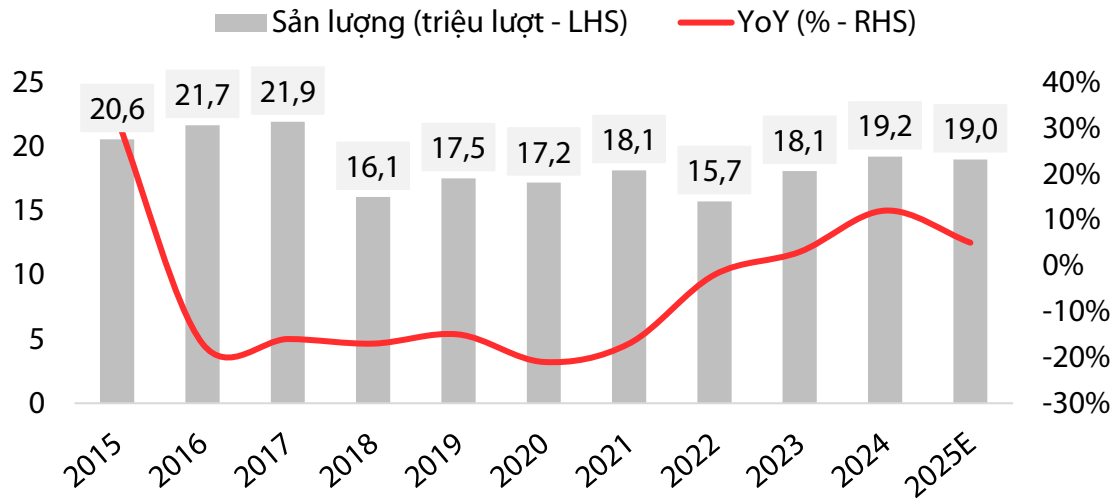
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 40: Dự án Sân bay quốc tế Gia Bình



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 41: Sản lượng hành khách nội địa qua đường hàng không

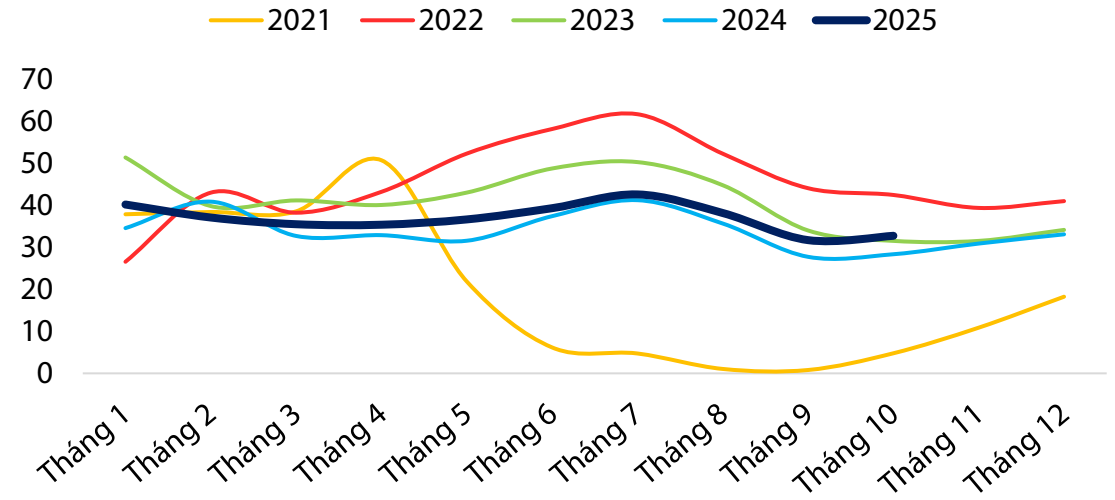


Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

Các hãng hàng không nội địa mở rộng đội tàu bay sẽ hỗ trợ sản lượng hành khách nội địa duy trì tăng trưởng dương một chữ số trong năm 2026

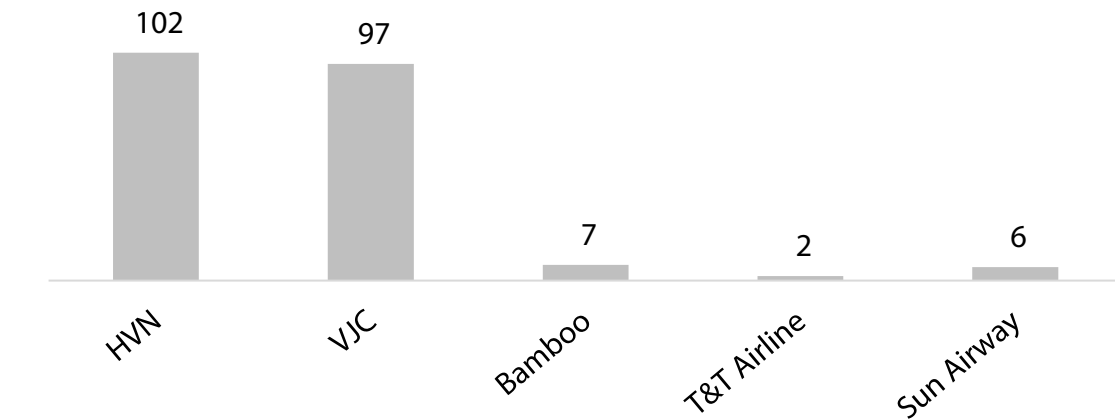
- Lũy kế 10T2025, sản lượng đạt 61,7 triệu lượt (+7% YoY), phản ánh sự cải thiện rõ nét sau giai đoạn tái cơ cấu, cùng với việc gia tăng quy mô đội bay và tần suất khai thác.
- Bước sang đầu năm 2026, năng lực cung tiếp tục được bổ sung thông qua việc tiếp nhận tàu bay mới và thuê ước phục vụ cao điểm, qua đó góp phần giảm áp lực cầu vượt cung và hỗ trợ đà tăng trưởng của thị trường. (Sun Airway nhận 1 tàu bay và VJC nhận thêm 7 tàu bay).

Hình 42: Tổng số lượng chuyến bay nội địa cất/hạ cánh (nghìn lượt)



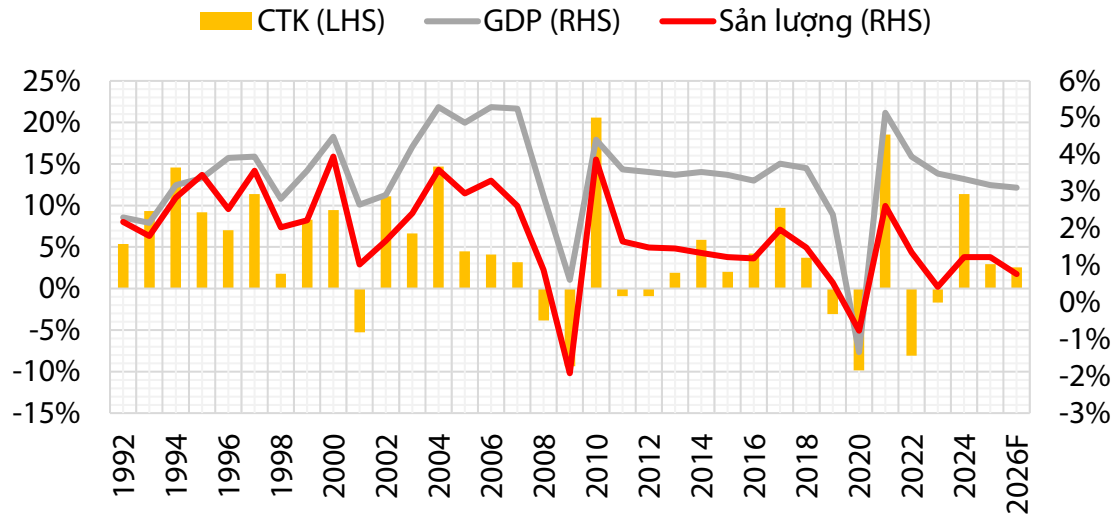
Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

Hình 43: Ước tính số lượng tàu bay của các hãng hàng không nội địa



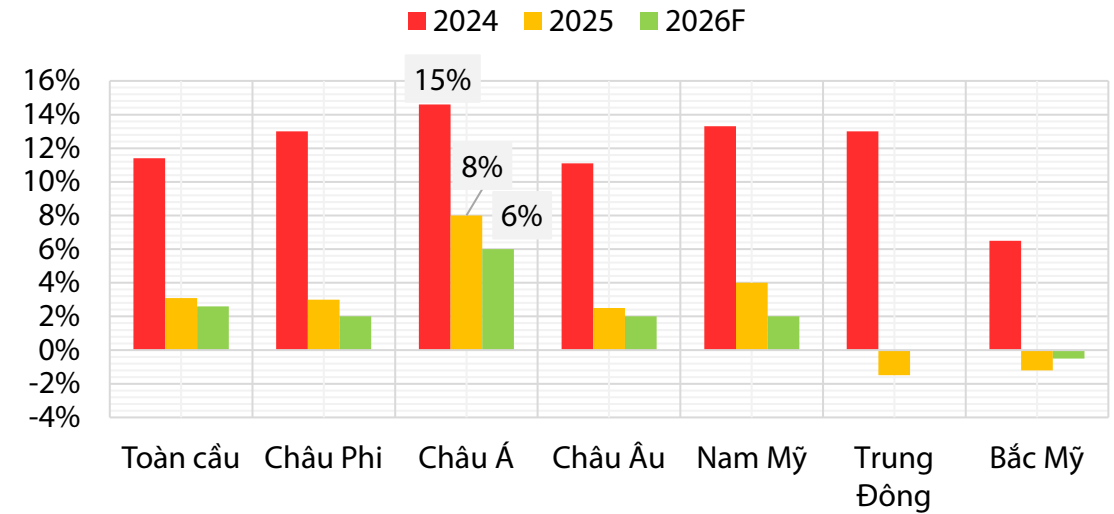
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 44: Tương quan tăng trưởng GDP và vận tải hàng hóa hàng không



Nguồn: IATA, CTCK Rồng Việt

Hình 45: Tăng trưởng lưu lượng hàng hóa hàng không theo khu vực



Nguồn: IATA, CTCK Rồng Việt

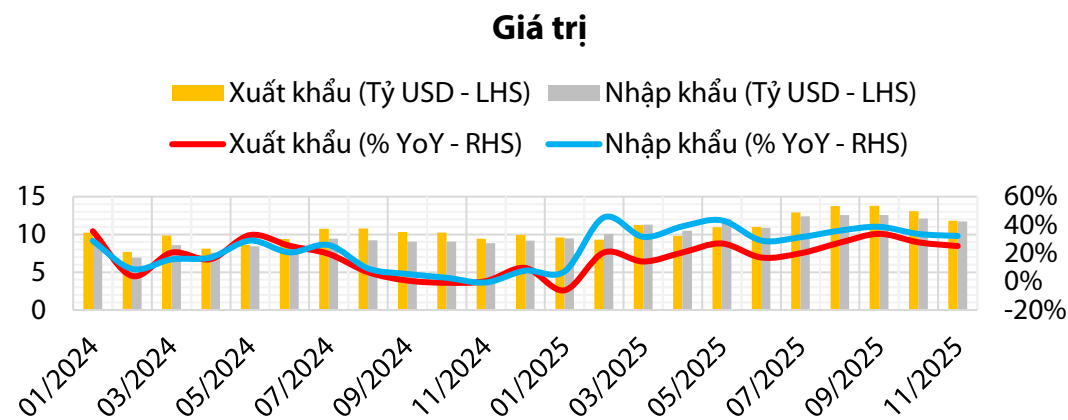
Tương đồng với dòng chảy thương mại qua đường biển, hàng hóa vận chuyển qua đường hàng không trải qua năm 2025 tăng trưởng tích cực...

- Nhu cầu vận tải hàng hóa hàng không toàn cầu, đo bằng CTK (Cargo tonne kilometers), tăng 3,3% YoY sau 10T2025. Hoạt động vận chuyển do các nhà nhập khẩu đẩy nhanh (front-load) giao hàng trước thời điểm các mức thuế mới có hiệu lực và tốc độ tăng trưởng đang chậm lại vào cuối năm.
- Khu vực châu Á đang dẫn đầu tăng trưởng, với sản lượng hàng hóa tăng 8,5% YoY trong năm 2025. Các nhà xuất khẩu Trung Quốc đã chuyển hướng các lô hàng chịu tác động bởi thuế quan của Mỹ sang các đối tác thương mại khác.

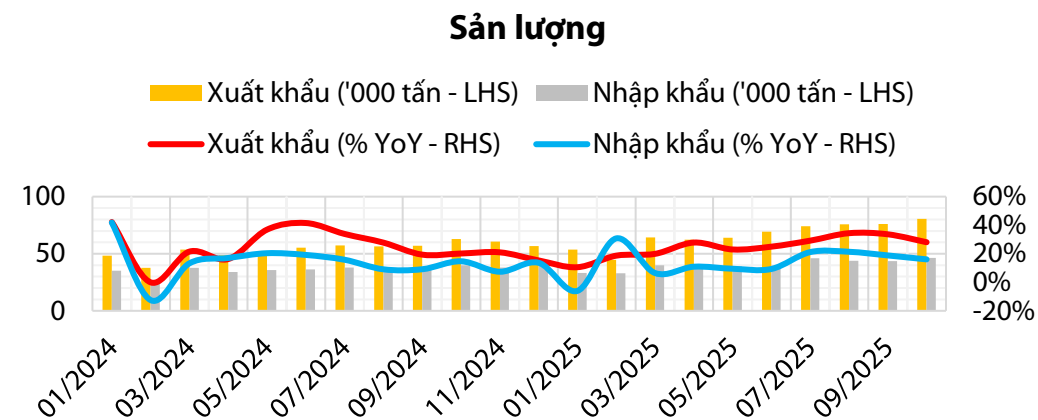
... nhưng sẽ chậm lại trong năm 2026 theo bối cảnh chung, thương mại toàn cầu hạ nhiệt

- Hàng hóa hàng không có mức độ giảm tốc ôn hòa hơn so với đà suy giảm của thương mại toàn cầu. Ngành tiếp tục hưởng lợi từ nhu cầu hàng hóa giá trị cao, yêu cầu giao hàng nhanh, đặc biệt từ thương mại điện tử và bán dẫn, củng cố vai trò là phương thức vận tải đáng tin cậy trong bối cảnh bất định.
- Nhìn chung, ngành vận tải hàng hóa hàng không được dự báo tăng trưởng 2,6% trong năm 2026, với APAC dẫn đầu ở mức 6%. Các khu vực khác tăng quanh 2%, trong khi Trung Đông đi ngang và Bắc Mỹ giảm nhẹ 0,5% (hình 45).

Hình 46: Lũy kế 11T2025, ước tính tổng giá trị XNK của Việt Nam qua đường hàng không đạt 472 tỷ USD (+136%), trong khi đó sản lượng ước tính đạt 1,2 triệu tấn (+21% YoY). Tăng trưởng kim ngạch vượt trội nhờ nhóm hàng máy tính, linh kiện điện tử có giá trị cao nhưng khối lượng thấp

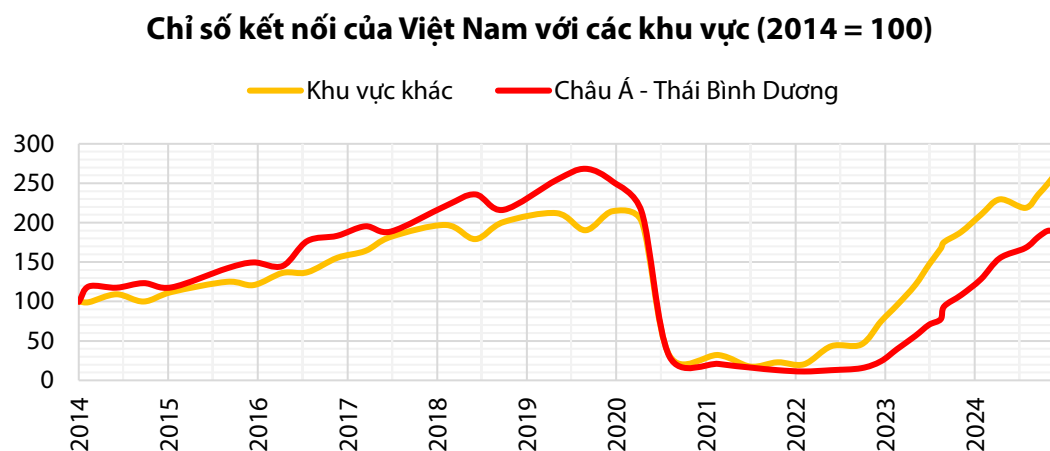


Nguồn: TCHQ, CTCK Rồng Việt

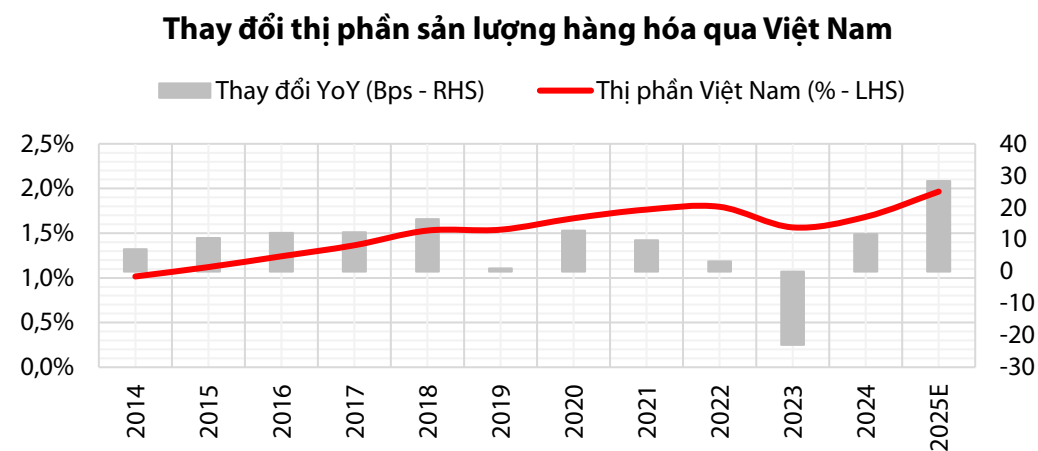


Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

Hình 47: Việt Nam tiếp tục được mở rộng trong năm 2025 nhờ tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng toàn cầu và gia tăng kết nối với thế giới. Trong năm 2025, thị phần của Việt Nam ước tính tăng thêm 28 điểm cơ bản



Nguồn: IATA, CTCK Rồng Việt



Nguồn: ACV, Statista, CTCK Rồng Việt

Cổ phiếu	Vốn hóa (Tỷ đồng)	GTKL.BQ 3T (tr.đồng)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Giá đóng cửa	Cổ tức tiền mặt 12 tháng tới	Suất sinh lời kỳ vọng 12 tháng tới %	Sở hữu NN còn lại %	P/E		P/B		ROE Forward	EPS			GTSS/CP			Tăng trưởng 2026	
								2026F	TB 5 năm	2026F	TB 5 năm		2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	Doanh thu % (*)	LNST-CĐCTM % (*)
ACV	192.371	2.184	60.800	53.700	0	N.A	47,3	19,2	N.A	2,0	N.A	11,1	4.741	4.697	2.794	27.509	23.508	26.394	1,1	-7,7
SCS	5.076	17.465	85.000	53.500	7.000	58,9	21,3	6,0	12,2	2,9	5,3	35,4	7.301	8.726	8.926	14.058	17.755	18.726	23,4	12,8
VJC(*)	88.283	365.976	N.R	163.000	N.A	-16,6	25,6	N.A	N.A	3,9	4,0	10,1	2.591	N.A	N.A	31.566	N.A	N.A	N.A	N.A
HVN(*)	81.677	41.914	N.R	26.250	N.A	49,0	21,3	8,2	N.A	13,6	N.A	N.A	2.692	2.833	3.196	-3.565	-732	2.464	10,1	12,8
AST(*)	3.204	1.060	N.R	71.200	N.A	30,2	3,8	N.A	N.A	5,0	5,5	37,8	3.179	N.A	N.A	11.696	N.A	N.A	24,3	N.A
SGN(*)	1.943	942	N.R	58.000	N.A	N.A	2,8	N.A	19,0	1,6	2,5	18,3	7.271	N.A	N.A	32.745	N.A	N.A	N.A	N.A
ASG(*)	1.543	23	N.R	17.000	N.A	N.A	29,2	N.A	143,5	N.A	1,8	4,8	309	N.A	N.A	14.466	N.A	N.A	N.A	N.A
NCS(*)	716	72	N.R	39.900	N.A	N.A	43,6	N.A	N.A	3,9	3,5	35,3	3.052	N.A	N.A	10.168	N.A	N.A	N.A	N.A
CIA(*)	190	59	N.R	10.200	N.A	N.A	28,6	N.A	N.A	N.A	0,8	3,2	242	N.A	N.A	17.659	N.A	N.A	N.A	N.A
MAS(*)	145	7	N.R	34.000	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	5,3	16	904	N.A	N.A	8.062	N.A	N.A	N.A	N.A
NCT(*)	2.473	2.394	N.R	94.500	N.A	N.A	15,8	N.A	10,6	3	5,0	53	9.175	N.A	N.A	21.340	N.A	N.A	N.A	N.A

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 09/02/2026.

* Đối với những cổ phiếu trong danh mục khuyến nghị: ROE , ROA ,P/B , và P/E forward được tính dự phóng dựa trên dự phóng LN 2025

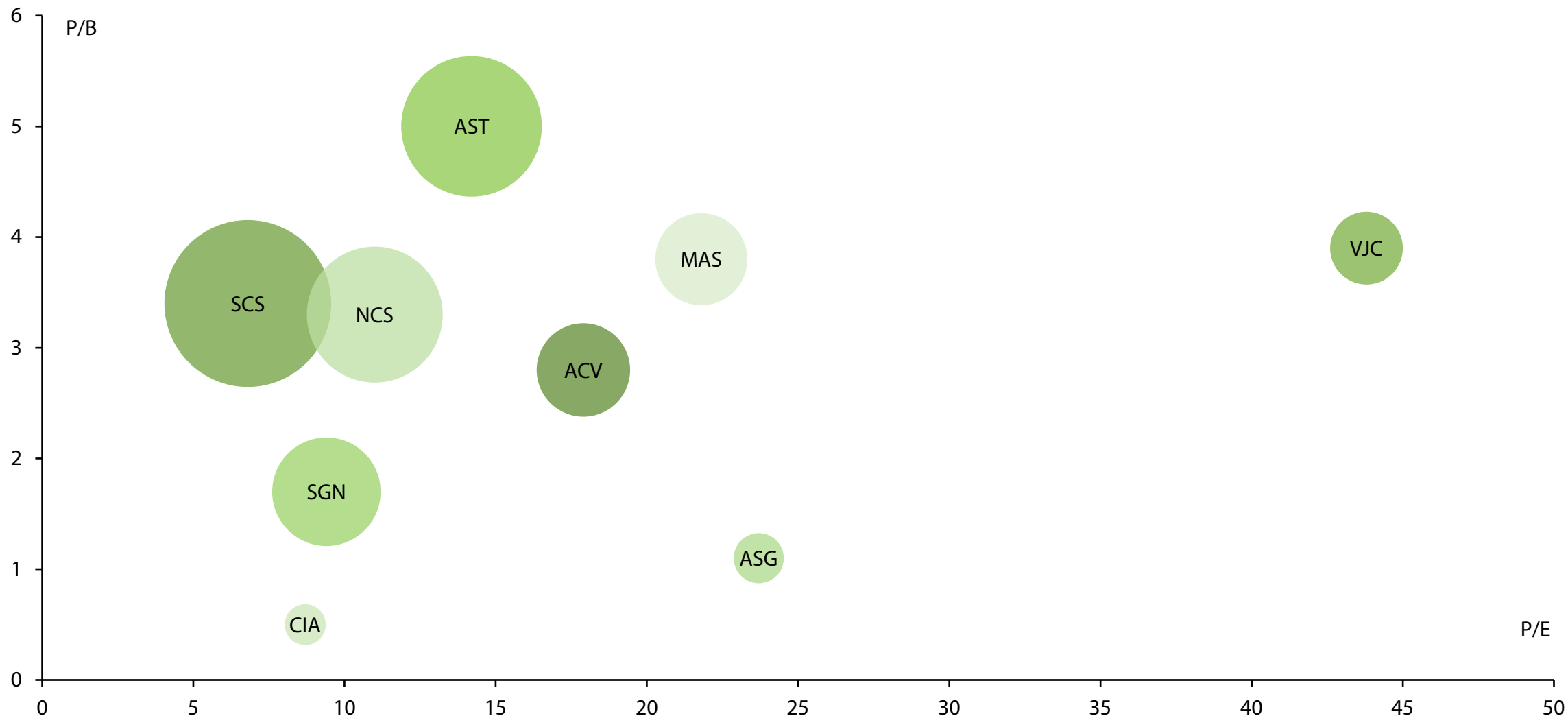
Đối với cổ phiếu được chúng tôi theo dõi: kết quả được cập nhật dựa trên số liệu 4 quý gần nhất

N.R: Không đánh giá

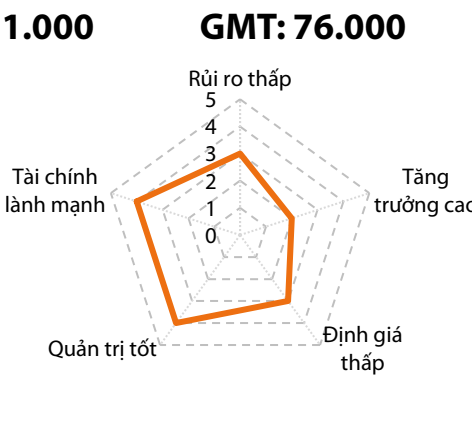
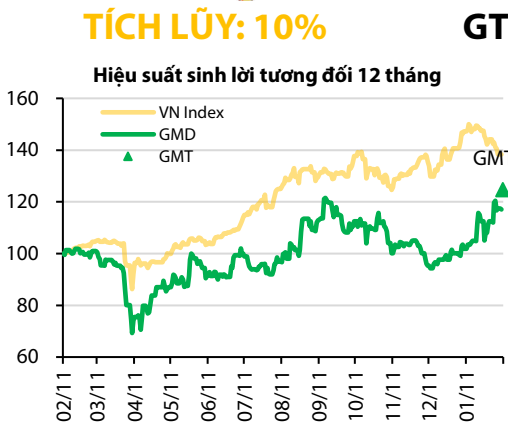
N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu

EPS: Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ trên mỗi cổ phiếu

GTSS/CP: Giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 09/02/2026



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành
Vốn hóa (triệu \$)
SLCPĐLH (triệu CP)
KLBBQ 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NHĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)

Hàng & Dịch vụ
Công nghiệp
30.281
426
1.504
98
10,3
42,2 - 75

TÀI CHÍNH

	2024	2025	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	4.832	5.946	5.878
LNST (tỷ đồng)	1.459	1.677	1.828
ROA (%)	8,1	9,0	9,2
ROE (%)	11,8	12,8	13,1
EPS (đồng)	4.285	3.995	4.351
GTSS (đồng)	29.919	31.290	33.293
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	2.000	2.000
P/E (x)	15,2	15,3	16,3
P/B (x)	2,2	1,9	2,1

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Sở hữu vị trí thuận lợi tại cửa sông Cấm giúp GMD đón được xu hướng dịch chuyển về hạ nguồn và bước đầu vượt qua môi trường cạnh tranh gay gắt tại Hải Phòng

- Nam Đình Vũ:** Dù chịu áp lực thuế quan và cạnh tranh gia tăng trong năm 2025 khi các bến Lạch Huyện 3–6 đi vào hoạt động, sản lượng NĐV vẫn đạt 1.470 nghìn TEU (+9% YoY). Sang năm 2026, NĐV giai đoạn 3 vận hành, tạo dư địa tăng trưởng mới và giúp GMD đón được xu hướng dịch chuyển về hạ nguồn sông Cấm, sản lượng dự phóng 1.685 nghìn TEU (+15% YoY).
- Cảng PIP và Bình Dương:** Là điểm nối tiếp giữa KCN phía Nam và Cái Mép-Thị Vải. Sản lượng thông qua cảng PIP và Bình Dương dự báo tăng trưởng nhẹ 4%, tương đương mức tăng trưởng thông qua cảng Gemalink.

Hoạt động logistics: Trong năm 2026, GMD chỉ còn một tàu Pride Pacific cho thuê định hạn với giá cước 14.000 USD/ngày với thời hạn 6 tháng. Sau khi kết thúc thời hạn thuê với giá cước 13.000 USD/ngày, tàu Green Pacific không được tái ký hợp đồng dẫn đến doanh thu mảng logistic dự báo giảm 11% svck, đạt 670 tỷ đồng.

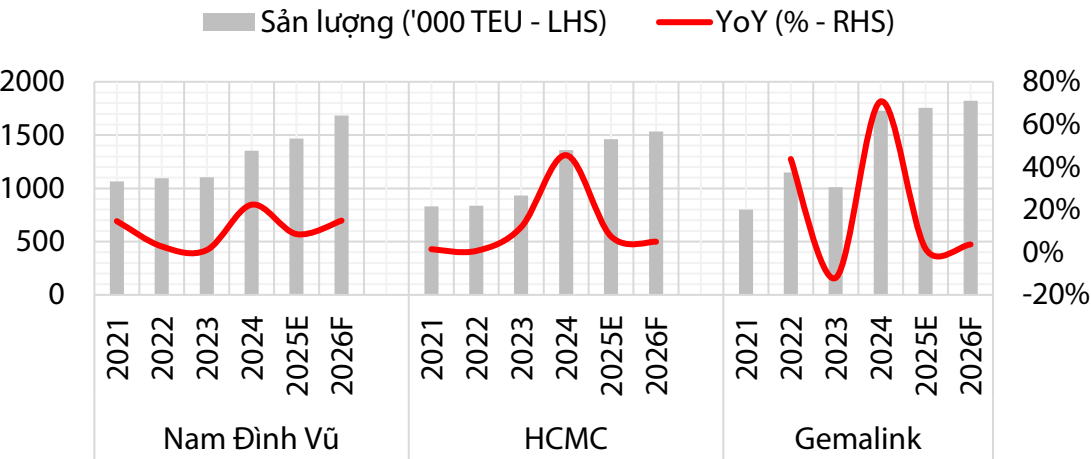
Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết mang đến nền tảng vững chắc về lợi nhuận, với Gemalink là “hạt nhân” và SCS là “bệ phóng”.

- Gemalink:** Đạt hiệu suất khai thác 120% công suất thiết kế trong năm 2025 nên dư địa tăng trưởng sản lượng không còn nhiều. Cho năm 2026, Dự phóng sản lượng đạt 1.820 nghìn TEU (+4% YoY). Động lực tăng trưởng LNST nhờ tăng giá xếp dỡ container thêm 10% so với giá trước đó theo Quyết định số 2506/QĐ-BXD ngày 31/12/2025. Dự phóng LNST của GML đạt 1.100 tỷ đồng (+27% YoY).
- SCS:** hoạt động hiệu quả trong mảng dịch vụ hàng hóa hàng không với biên lợi nhuận ròng rất cao, trên 60%. Dự phóng LNST của SCS đạt sẽ đóng góp 665 tỷ đồng (+13% YoY) và đóng góp 14% vào LNST-CĐM của GMD trong năm 2026, tương ứng 245 tỷ đồng ([xem thêm cổ phiếu SCS](#)).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

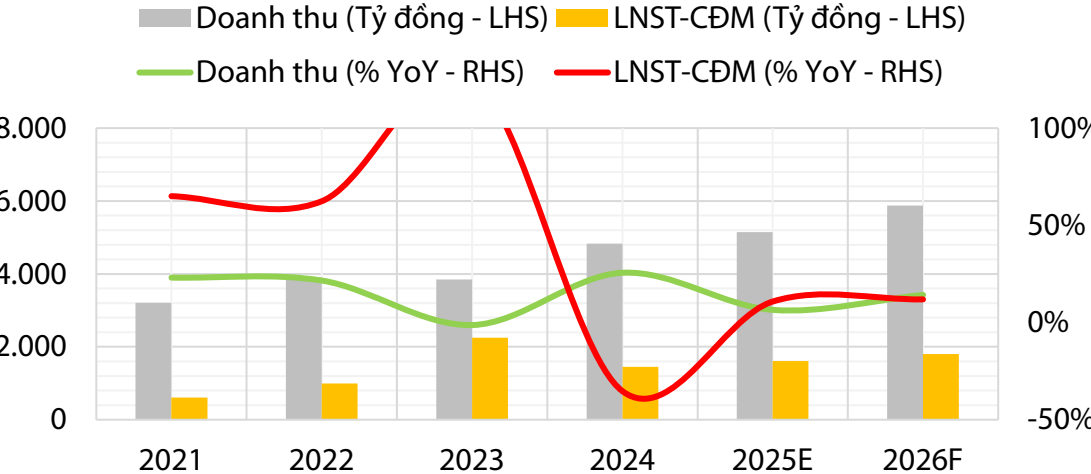
- Dự án GML giai đoạn 2 tiếp tục bị dời lịch khởi công.
- SCS không được tham gia vận hành nhà ga hàng hóa số 1 tại Sân bay Long Thành.

Hình 1: Dự phóng sản lượng thông qua cụm cảng của GMD



Nguồn: GMD, CTCK Rông Việt

Hình 2: Dự phóng doanh thu và lợi nhuận của GMD

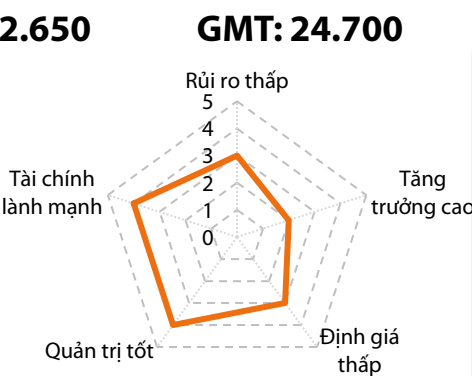


Nguồn: GMD, CTCK Rông Việt

Bảng 1: Tổng hợp định giá của GMD

Tài sản	Phương pháp định giá	Giá trị VCSH	Tỷ lệ sở hữu của GMD	Giá trị đóng góp
Công ty mẹ và công ty con				18.035
Cảng và Logistics	FCFF	16.937	100%	16.937
Cao su	Giá trị sổ sách	1.098	100%	1.098
Công ty liên doanh, liên kết				13.823
SCSC	FCFF	8.139	36,24%	2.950
CJ GMD Logisitcs	Giá trị sổ sách	858	49,10%	421
CJ GMD Shipping	Giá trị sổ sách	332	51,00%	169
Gemalink	FCFF	15.275	65,13%	9.949
Khác	Giá trị sổ sách	335		335
Tài sản khác				39
Các khoản đầu tư khác	Giá trị sổ sách	39	100%	39
Tổng giá trị				31.897
Số lượng CPLH (triệu CP)				420
Giá mục tiêu				76.000

Nguồn: CTCK Rông Việt



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Hàng & Dịch vụ
Vốn hóa (triệu \$)	Công nghiệp
SLCPĐLH (triệu CP)	8.479
KLBBQ 3 tháng (nghìn CP)	374
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	8.705
SH NĐTNN còn lại (%)	189
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	46,7
	11,16 - 38,65

TÀI CHÍNH

	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	2.788	3.206	3.504
LNST (tỷ đồng)	463	341	280
ROA (%)	2,6	2,3	3,6
ROE (%)	6,3	4,6	6,0
EPS (đồng)	2.558	523	770
GTSS (đồng)	16.206	11.438	12.933
Cổ tức tiền mặt (đồng)	500	500	500
P/E (x)	5,0	38,1	25,4
P/B (x)	0,8	1,7	1,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Dự phóng cho năm 2026, sản lượng thông qua đạt 1.300 nghìn TEU (+7% YoY) và doanh thu hoạt động xếp dỡ đạt 1.780 tỷ đồng (+9% YoY). Cụm cảng VSC nằm ở vị trí hạ nguồn, còn dư địa tăng trưởng khi mới hoạt động 90% công suất thiết kế. Đồng thời, hợp tác chiến lược với hãng tàu nội địa lớn nhất (HAH) là động lực để giúp VSC duy trì tăng trưởng sản lượng trong năm 2026.

VSC chủ động điều chỉnh lịch tàu trong hệ thống, dịch chuyển từ cảng Green về các cảng hạ nguồn có lợi thế khai thác (VIP Green, Nam Hải Đình Vũ), qua đó rút ngắn thời gian hành trình, tiết giảm chi phí nhiên liệu và nâng hiệu quả cho hãng tàu. Sản lượng tại cảng Green giảm nhưng bù lại là tăng trưởng tại VIP Green (nhờ lịch tàu dịch chuyển và đóng góp ổn định từ Evergreen). Đặc biệt là Nam Hải Đình Vũ trở thành động lực tăng trưởng chính khi HAH đang mở rộng tuyến Nội Á. Dự phóng sản lượng thông qua cảng Green, VIP Green và NHĐV lần lượt đạt 242 nghìn TEU (-14% YoY), 690 nghìn TEU (+7% YoY) và 480 nghìn TEU (+19% YoY).

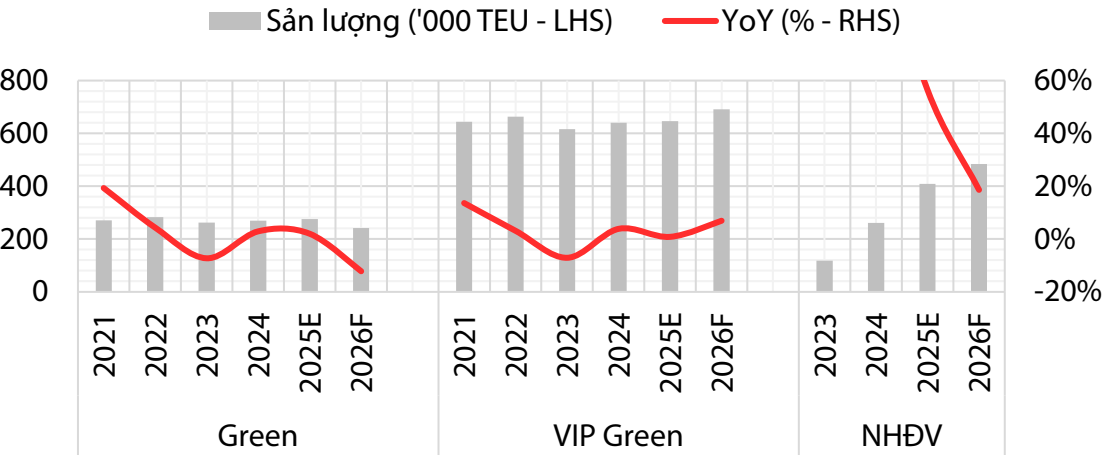
Hoạt động ngoài xếp dỡ: Hoạt động kho bãi được dự báo tăng trưởng 7% YoY, đạt 1.720 tỷ đồng. Kho CFS và bãi chứa container hiện tại mới chỉ đạt tỷ lệ lấp đầy lần lượt là 27% và 12% công suất thiết kế nên dư địa tăng trưởng còn dồi dào trong bối cảnh thuê kho 3PL và sản lượng container thông qua cụm cảng của VSC ngày càng tăng. Ngoài ra, hoạt động môi giới tàu biển được dự báo giảm tốc từ mức 8% về 6% khi giá cước vận tải điều chỉnh giảm trong năm 2026.

Dự phóng LNST-CĐM năm 2026 đạt 280 tỷ đồng (-18% YoY). LNST-CĐS được dự báo giảm mạnh do chúng tôi không đưa ra dự phóng lợi nhuận lĩnh vực đầu tư do tính biến động cao của thị trường chứng khoán. Thời điểm Q3-FY25, VSC tiếp tục đẩy mạnh đầu tư cổ phiếu, giá trị chứng khoán kinh doanh của VSC chiếm tỷ trọng khoảng 18% tổng tài sản (giá trị 2.000 tỷ đồng, tăng 600 tỷ đồng so với quý trước). Lũy kế 9T2025, doanh thu tài chính ghi nhận 164 tỷ đồng (gấp 4 lần svck). Loại trừ lợi nhuận đầu tư cổ phiếu, LNST-CĐM năm tăng trưởng 15% svck.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

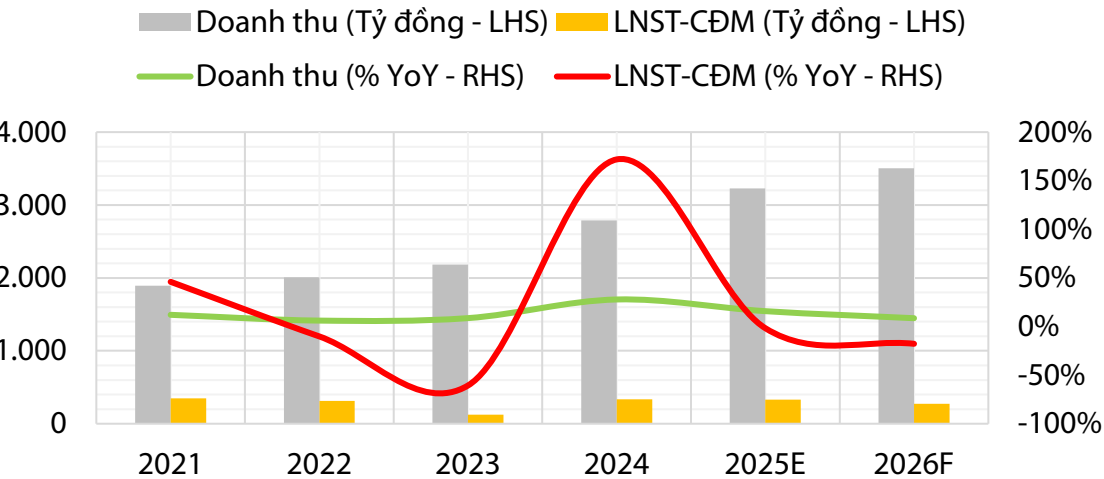
- Công ty gia tăng đầu tư cổ phiếu, LNST thực tế có thể biến động và chênh lệch so với dự báo, phụ thuộc vào diễn biến của thị trường chứng khoán.

Hình 1: Dự phóng sản lượng thông qua cụm cảng của VSC



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Dự phóng doanh thu và lợi nhuận của VSC



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Tổng hợp định giá của VSC

Tài sản	Phương pháp định giá	Giá trị VCSH	Tỷ lệ sở hữu của VSC	Giá trị đóng góp
Công ty mẹ và công ty con		8.601		8.601
Cảng và Logistics	FCFF	8.601	100%	8.601
Công ty liên doanh, liên kết				631
CTCP vận tải biển Vinaship	Giá trị thị trường	578	40%	232
CTCP cảng VIMC Đình Vũ	Giá trị sổ sách	962	36%	346
CTCP VHL Logistics	Giá trị sổ sách	35	44%	15
CTCP Logistics cảng Đà Nẵng (DNL)	Giá trị thị trường	121	31%	37
Tổng giá trị				9.233
Số lượng CPLH (triệu CP)				374
Giá mục tiêu				24.700

Nguồn: CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: 11%

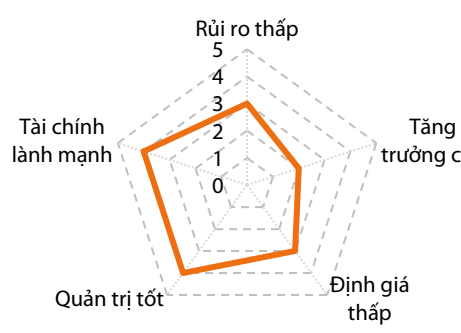
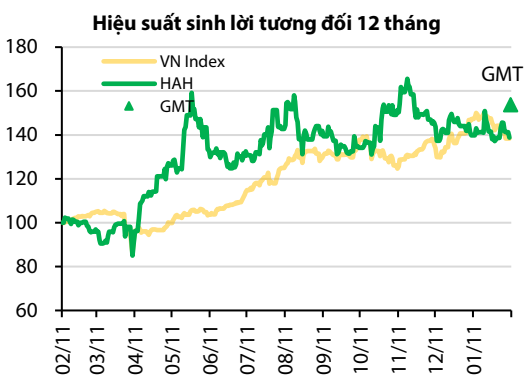
GTT: 56.400

GMT: 62.700

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A 2025 2026F



Ngành
Vốn hóa (triệu \$)
SLCPĐLH (triệu CP)
KLBO 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)

Hàng & Dịch vụ
Công nghiệp
9.524
169
1.883
113
22,8
34,65 - 69,23

Doanh thu (tỷ đồng)	3.992	5.091	5.627
LNST (tỷ đồng)	650	1.207	1.278
ROA (%)	10,3	11,0	12,6
ROE (%)	21,9	21,2	20,0
EPS (đồng)	4.986	6.266	6.888
GTSS (đồng)	27.005	32.467	39.493
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	0
P/E (x)	7,6	9,4	7,9
P/B (x)	1,4	1,8	1,4

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Năm 2026, đội tàu cho thuê định hạn được tái ký với mức giá thấp hơn nhưng có nhiều tàu cho thuê hơn nên LNST-CĐM được kỳ vọng tăng trưởng nhẹ từ mức nền cao của cùng kỳ.

Nhìn chung, hoạt động kinh doanh của HAH trong năm 2026 được dự báo tương đối ổn định và ít biến động. Mảng xếp dỡ duy trì ổn định, các tàu được tái ký với mức giá thuê cố định trong cả năm, và thị trường vận tải tiếp tục chịu áp lực giảm giá cước. Bối cảnh này khiến giá cước vận tải khó xuất hiện các nhịp tăng nóng trong năm 2026.

- Doanh thu cảng:** sản lượng xếp dỡ được đảm bảo bởi đội tàu tự vận hành và đã hoạt động vượt công suất từ lâu. Cảng Hải An đáp ứng trung bình 6 chuyến cập cảng mỗi tuần. Chúng tôi dự phóng sản lượng xếp dỡ đạt 593 nghìn TEU (+1% YoY), doanh thu hoạt động xếp dỡ đạt 284 tỷ đồng (+7% YoY).
- Hoạt động vận chuyển và phụ trợ vận tải container:** dự phóng sản lượng vận tải đạt 670 nghìn TEU (-1% YoY). HAH tăng tần suất khai thác trên các tuyến Nội Á, đồng thời sản lượng hàng quốc tế của HAH được duy trì ổn định kể từ khi hợp tác cùng ONE, giúp tăng hiệu suất sử dụng tàu. Giá cước trung bình giảm giảm 1% YoY khi có thêm tàu đóng mới gia nhập thị trường. Doanh thu hoạt động vận tải và phụ trợ đạt 2.751 tỷ đồng (-2% YoY).
- Hoạt động cho thuê định hạn:** Dự phóng doanh thu cho thuê tàu là 1.998 tỷ đồng (+31% YoY). Tốc độ tăng trưởng tiếp tục được duy trì ở mức cao dù cho giá cước tái ký các tàu HAIAN MIND và HAIAN WEST giảm nhẹ, điều này đến từ đóng góp doanh thu từ tàu mới HAIAN IRIS, HAIAN GAMA, và HAIAN ZETA. Ngoài ra, HAIAN ROSE và HAIAN EAST được cho thuê kể từ nửa cuối năm 2025.

Định giá. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với HAH và chờ đợi giá điều chỉnh về vùng hấp dẫn hơn dựa trên đánh giá triển vọng ảm đạm trong năm 2026 của Công ty. Chỉ số P/B và EV/EBITDA mục tiêu cho năm 2026 lần lượt là 1,0x và 5,0x, mức tương đương với mức trung vị của các công ty ngành vận tải.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

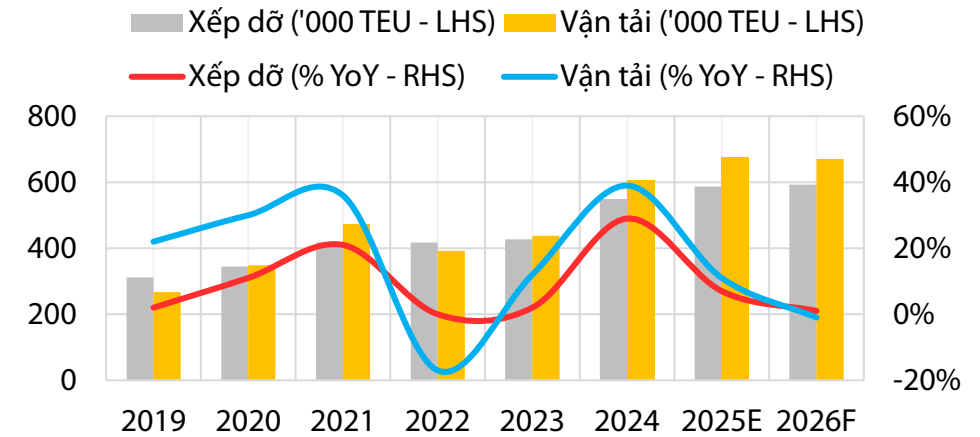
- Độ biến động cao trong cơ cấu đội tàu giữa cho thuê và vận hành làm cho KQKD bị lệch so với dự báo.

Bảng 1: Danh sách đội tàu của HAH

STT	Tên tàu	Cung tải	Hình thức hoạt động	Giá thuê định hạn (USD/ngày)	Lịch cho thuê định hạn
1	HAIAN PARK	787	Tự vận hành		
2	HAIAN TIME	1.032	Tự vận hành		
3	HAIAN BELL	1.200	Tự vận hành		
4	HAIAN LINK	1.060	Tự vận hành		
5	HAIAN MIND	1.794	Cho thuê định hạn	23.000	09/2025 – 09/2026
6	HAIAN VIEW	1.577	Tự vận hành		
7	HAIAN WEST	1.740	Cho thuê định hạn	26.000	01/2026 – 06/2027
8	HAIAN EAST	1.702	Cho thuê định hạn	28.250	08/2025 – 05/2026
9	HAIAN DELL	1.577	Tự vận hành		
10	HAIAN ROSE	1.708	Cho thuê định hạn	23.000	11/2025 – 05/2027
11	ANBIEN BAY	1.700	Cho thuê định hạn	21.000	05/2025 – 05/2026
12	HAIAN ALFA	1.700	Tự vận hành		
13	HAIAN BETA	1.700	Tự vận hành		
14	HAIAN OPUS	1.700	Cho thuê định hạn	24.000	08/2024 – 08/2026
15	ANBIEN SKY	1.700	Cho thuê định hạn	22.500	01/2025 – 01/2027
16	HAIAN GAMA	3.500	Cho thuê định hạn	31.500	05/2025 – 01/2027
17	HAIAN ZETA	1.700	Cho thuê định hạn	23.000	08/2025 – 08/2026
18	HAIAN IRIS	1.100	Cho thuê định hạn	16.700	12/2025 – 12/2026

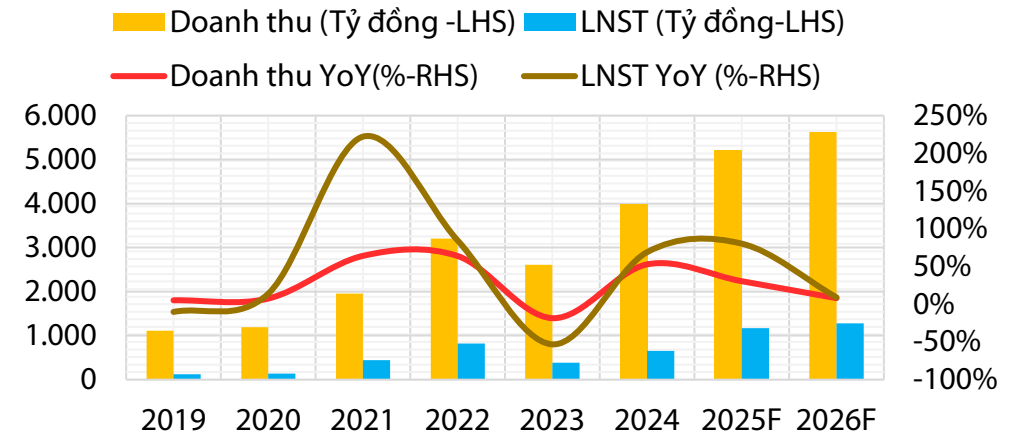
Nguồn: Linerlytica, CTCK Rồng Việt

Hình 1: Sản lượng vận tải và xếp dỡ của HAH



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Dự phóng doanh thu và LNST-CĐM của HAH



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Chỉ số EV/EBITDA của HAH



Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Mức định giá của công ty cùng ngành hàng hải

Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Trung bình ngành
Tỷ trọng	15%	15%	15%	15%	20%	20%	
EV/EBITDA							
Trung bình	11.6x	7.9x	6.9x	3.6x	4.6x	4.6x	6.3x
Trung vị	9.7x	8.3x	3.7x	0.9x	4.4x	3.8x	5.0x
P/E							
Trung bình	99.1x	21.8x	4.0x	1.9x	8.9x	8.3x	22.4x
Trung vị	17.9x	10.4x	3.8x	1.7x	8.0x	7.5x	8.2x
P/B							
Trung bình	1.1x	1.8x	2.0x	0.9x	0.8x	0.9x	1.2x
Trung vị	1.0x	1.8x	1.5x	0.8x	0.6x	0.8x	1.0x

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Chỉ số P/B của HAH



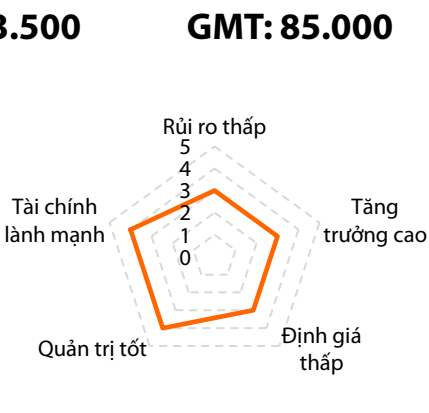
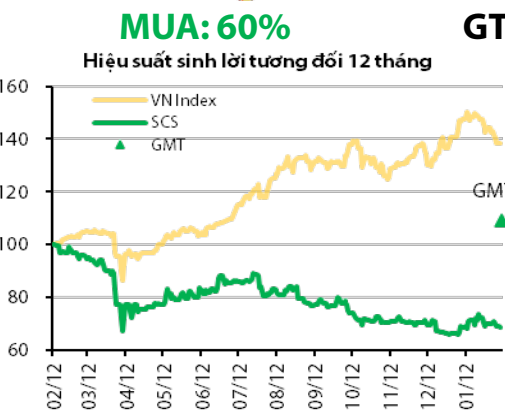
Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Định giá theo phương pháp hệ số nhân

			P/B				
			0,1x	0,6x	1,0x	1,5x	1,9x
GTSS (VND)	2025	32.495	4.400	19.023	33.646	48.269	62.891
	2026	39.493	5.348	23.120	40.892	58.664	76.436

			EV/EBITDA				
			3x	4x	5x	6x	7x
EBITDA	2025	2.463	44.574	59.162	73.750	88.337	102.925
	2026	2.744	52.081	68.329	84.577	100.825	117.073

Nguồn: CTCK Rồng Việt



Ngành	Du lịch và Giải trí
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.076
SLCPĐLH (triệu CP)	95
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	319
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	17
SH NĐTNN còn lại (%)	21,3
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	51 - 79,8

TÀI CHÍNH	2024	2025	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.037	1.197	1.380
LNST (tỷ đồng)	693	751	840
ROA (%)	38,5	42,7	39,8
ROE (%)	50,5	47,8	54,7
EPS (đồng)	7.301	8.726	8.231
GTSS (đồng)	14.058	17.755	15.056
Cổ tức tiền mặt (đồng)	5.000	7.000	7.000
P/E (x)	11,0	5,9	6,2
P/B (x)	5,7	2,9	3,4

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

KQKD được dự báo không có nhiều biến động trước thời điểm Sân bay quốc tế Long Thành (LTIA) đi vào hoạt động. Dự phóng doanh thu và LNST lần lượt đạt 1.390 tỷ đồng (+16% YoY) và 840 tỷ đồng (+12% YoY). Cụ thể:

- Tại sân bay Tân Sơn Nhất, chúng tôi cho rằng các hãng vận tải sẽ tiếp tục hợp tác với đơn vị khai thác nhà ga hàng hóa lâu năm, và không thay đổi đối tác trước khi chính thức chuyển về LTIA. Qua đó, thị phần của SCS được duy trì ổn định ở mức 48% - 50%. Sản lượng hàng hóa quốc tế dự báo đạt 272 nghìn tấn (+10% YoY), tương đương với mức tăng trưởng của toàn quốc. Đồng thời, giá dịch vụ hàng quốc tế được dự báo tăng 3% svck khi đến chu kỳ tái ký hợp đồng với hãng hàng không.
- SCS hết hơi hạn ưu đãi thuế TNDN 10%, nên LNST giảm tốc trong năm 2025 đạt 751 tỷ đồng (+8% YoY) và tạo mức nền thấp. Biên lợi nhuận ròng không biến động lớn, ổn định ở mức trên 60%. Do đó, LNST được dự báo lấy lại đà tăng trưởng hai chữ số trong năm 2026 từ mức nền thấp của cùng kỳ.

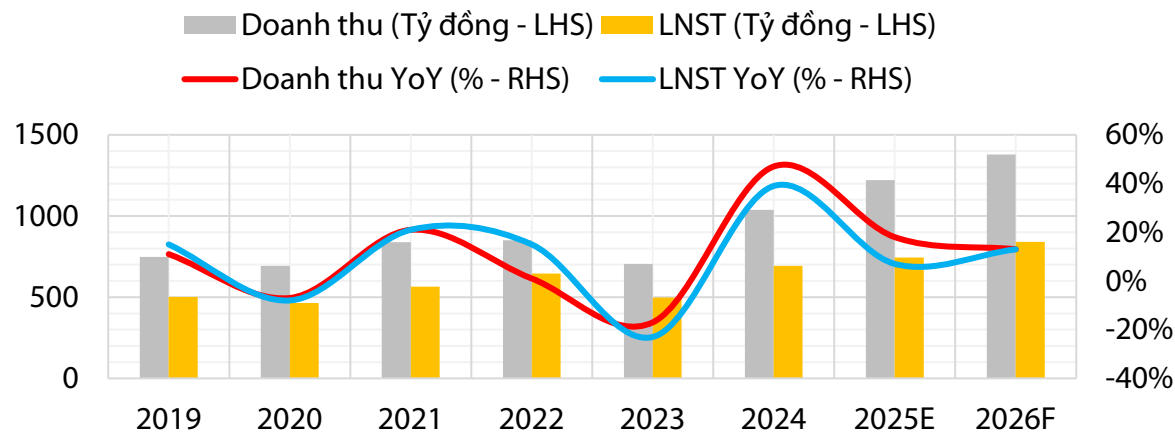
Chúng tôi kỳ vọng SCS có thể tham gia vận hành nhà ga hàng hóa số 1 tại LTIA, theo đó cổ phiếu SCS đang được giao dịch ở mức định giá rất hấp dẫn.

- Bộ Xây dựng đã lựa chọn Vietnam Airlines làm chủ đầu tư Nhà ga hàng hóa số 2 tại LTIA, qua đó SCS chỉ còn khả năng tham gia Nhà ga hàng hóa số 1. Tuy nhiên, ở chiều tích cực, xác suất SCS tham gia dự án LTIA được tăng lên nhờ việc giảm bớt một đối thủ cạnh tranh cho vị trí đơn vị vận hành Nhà ga số 1.
- Công ty làm việc trực tiếp với nhà tư vấn Incheon để thảo luận các khía cạnh quan trọng như thiết kế kiến trúc, công năng, ứng dụng công nghệ cho Nhà ga hàng hóa. SCS cũng có những bước chuẩn bị nhân sự để hỗ trợ trực tiếp cho ACV khi bắt đầu vận hành Nhà ga hàng hóa.
- Cổ phiếu SCS đang giao dịch thấp hơn 40% so với trung bình ngành và dưới mức định giá lịch sử cho thấy mức giá hiện tại chưa phản ánh đúng tiềm năng và thị trường vẫn còn bi quan về cơ hội của SCS tại Long Thành.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

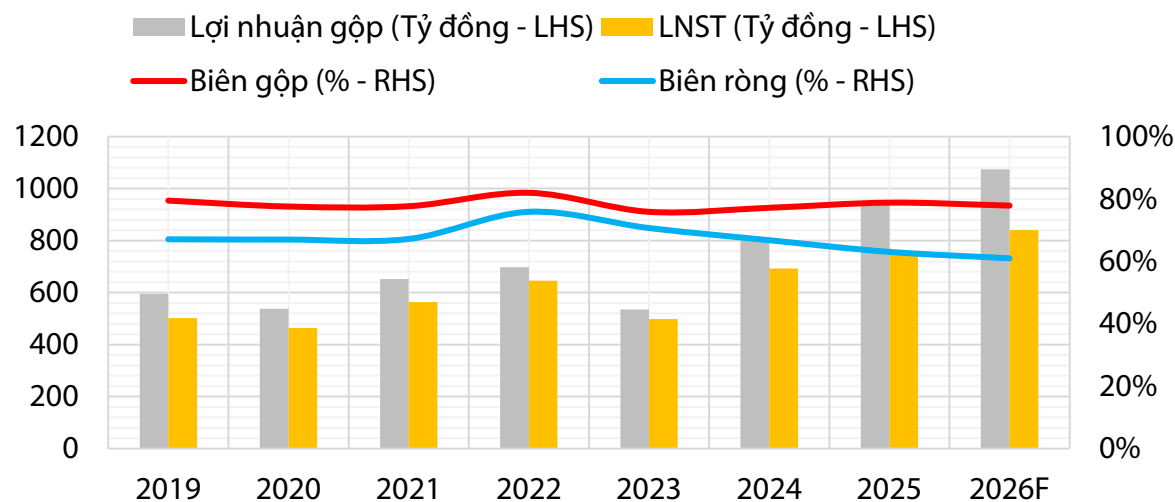
- Triển vọng trong dài hạn của SCS phụ thuộc nhiều vào sự kiện lựa chọn đơn vị vận hành cảng hàng hóa tại LTIA. Do đó, SCS có thể được tái định giá cao/thấp hơn mức trung bình quá khứ.
- Căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông có thể làm gián đoạn các tuyến vận tải hàng không.

Hình 1: Dự phóng KQKD của SCS



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Chỉ tiêu sinh lời SCS duy trì ổn định ở mức cao



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Hình 1: Chỉ số EV/EBITDA



Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Chỉ số P/E



Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Không tham gia vào nhà ga hàng hóa số 1

		Exit EV/EBITDA				
		8	9	10	11	12
WACC	13%	61,758	65,606	69,453	73,301	77,148
	14%	60,372	64,089	67,806	71,522	75,239
	15%	59,041	62,633	66,224	69,816	73,407
	16%	57,763	61,234	64,705	68,177	71,648
	17%	56,534	59,890	63,247	66,603	69,959

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Tham gia vào nhà ga hàng hóa số 1

		Exit EV/EBITDA				
		8	9	10	11	12
WACC	13%	106,647	114,631	122,616	130,600	138,585
	14%	103,840	111,553	119,266	126,979	134,692
	15%	101,146	108,599	116,052	123,505	130,958
	16%	98,560	105,764	112,968	120,172	127,376
	17%	96,077	103,042	110,007	116,972	123,937

Nguồn: CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: 13%

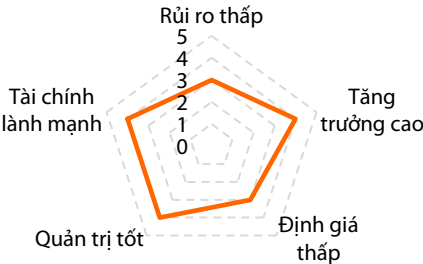
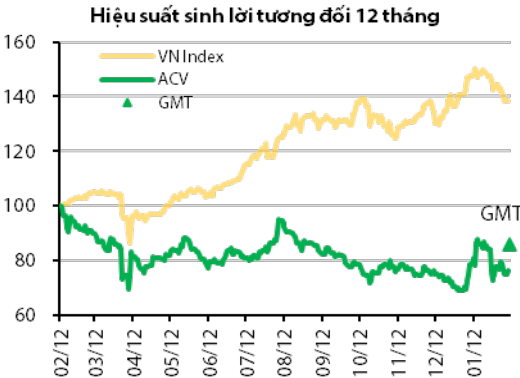
GTT: 53.700

GMT: 60.800

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024 2025F 2026F



Ngành	Hàng & Dịch vụ	Doanh thu (tỷ đồng)	22.555	25.960	26.407
	Công nghiệp	LNST (tỷ đồng)	10.321	10.842	10.074
Vốn hóa (tỷ đồng)	192.371	ROA (%)	14,3	6,5	6,0
SLCPĐLH (triệu CP)	3.582	ROE (%)	18,7	11,9	10,6
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	2.184	EPS (đồng)	4.741	4.697	2.794
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	121	GTSS (đồng)	27.509	23.508	26.394
SH NĐTNN còn lại (%)	47,3	Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	0
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	45,27 - 75,16	P/E (x)	16,1	10,4	17,7
		P/B (x)	2,8	2,1	1,9

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Việt Nam được hưởng lợi nhờ xu hướng du lịch ngày càng nhiều của cư dân Châu Á.

- Châu Á là trụ cột tăng trưởng chính của nhu cầu lữ hành thế giới với tiêu biểu là Trung Quốc, Hàn Quốc và Ấn Độ. Nhu cầu du lịch quốc tế đã phục hồi nhanh chóng và bước vào giai đoạn tăng trưởng ổn định kể từ sau đại dịch. Điều này được hỗ trợ bởi thu nhập khả dụng cải thiện và sự gia tăng kết nối hàng không trực tiếp giữa các quốc gia trong khu vực.
- Việt Nam là điểm đến ưa thích bởi chi phí du lịch giá rẻ và đa dạng về văn hóa.

Hạ tầng hàng không được mở rộng, giảm bớt áp lực cầu vượt cung.

- Sau khi hoàn thành hai dự án trọng điểm Mở rộng T2-Nội Bài và Sân bay Long Thành, công suất tăng thêm 28 triệu lượt/năm, nâng tổng công suất lên hơn 150 triệu lượt/năm và tương ứng mức tăng hơn 20%, giảm tình trạng quá tải diễn ra từ lâu tại hai khu vực Hà Nội và TP.HCM. **Cho năm 2026, sản lượng khách quốc tế dự báo đạt 54 triệu lượt (+14% YoY).**
- Bước sang đầu năm 2026, năng lực cung tiếp tục được bổ sung thông qua việc tiếp nhận tàu bay mới và thuê ướt phục vụ cao điểm, qua đó góp phần giảm áp lực cầu vượt cung và hỗ trợ đà tăng trưởng của thị trường nội địa. (Sun Airway nhận 1 tàu bay và VJC nhận thêm 7 tàu bay). **Cho năm 2026, sản lượng khách nội địa dự báo đạt 80 triệu lượt (+8% YoY).**

Dự phóng LNST-CDM (không bao gồm khu bay) đạt 10 nghìn tỷ đồng (+1% YoY), tốc độ tăng trưởng chậm do chi phí khấu hao và vận hành khi LTIA đi vào hoạt động.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Giảm giá:** Dự án trọng điểm là LTIA sẽ phát sinh chi phí vận hành lớn, tỷ lệ lấp đầy không đạt đúng kỳ vọng dẫn đến giảm tốc độ tăng trưởng trong những năm đầu hoạt động.
- Tăng giá:** Về dài hạn, LTIA trở thành cảng trung chuyển của khu vực, sản lượng khách quốc tế tăng trưởng nhanh hơn dự báo

Bảng 1: Dự phóng cho năm 2026

Đơn vị: Tỷ đồng	2025	+/-YoY	2026F	+/-YoY
Sản lượng hành khách (triệu lượt) (*)	121	10%	134	11%
Quốc tế	47,5	15%	54	14%
Nội địa	74,3	8%	79,6	7%
Doanh thu thuần	25.946	15%	26.407	2%
Dịch vụ hàng không	18.430	16%	21.570	17%
Dịch vụ phi hàng không	3.288	16%	3.332	1%
Bán lẻ	1.054	-11%	1.505	43%
Phí cất hạ cánh	3.174	15%	3.512	11%
Lợi nhuận gộp	15.769	14%	15.573	-1%
Chi phí bán hàng và quản lý	-1.867	32%	-1.987	6%
EBIT	13.919	3%	13.671	-2%
LNST cổ đông công ty mẹ	12.069	3%	11.423	-5%
LNST cổ đông công ty mẹ (loại trừ khu bay)	10.874	4%	10.074	-7%

Nguồn: ACV, CTCK Rông Việt, (*) Ước tính

Bảng 2: Tổng hợp định giá

Chi phí sử dụng vốn bình quân	FCFF	Tỷ đồng
Beta điều chỉnh	0,7	Giá trị hiện tại của FCFF tích lũy
Lãi suất phi rủi ro	3,6%	Giá trị hiện tại của dòng tiền vĩnh viễn
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	9,4%	(+) Tiền và các khoản tương đương tiền
Chi phí vốn chủ sở hữu	9,7%	(-) Nợ
Chi phí lãi vay sau thuế	1,2%	(-) Lợi ích cổ đông thiểu số
Tỷ trọng nợ	40%	Giá trị hợp lý của doanh nghiệp
Tỷ trọng vốn chủ sở hữu	60%	Số lượng cổ phiếu (triệu)
WACC	9,0%	Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)
		60.800

Nguồn: CTCK Rông Việt



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2026.**



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT



Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn



RONGVIET SECURITIES CORPORATION (VDSC)

**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE