



# TỔNG HỢP KHUYẾN NGHỊ 22 – 26/09/2025

## VCSC

### DCM

Giá hiện tại	Giá mục tiêu
39.700	46.600
P/E	P/B
13,1	2,1

**DCM:** VCSC Research **MUA** đối với cổ phiếu

**Giá bán urê trung bình duy trì ở mức cao sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng của lợi nhuận**

- Mức tăng đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2025-29 của VCSC chủ yếu đến từ mức tăng trung bình 12% đối với dự báo giá bán trung bình giai đoạn 2025-29, dựa trên (1) mức tăng 10% đối với dự báo giá urê Trung Đông và (2) mức giá bán trung bình cao hơn kỳ vọng trong 9T 2025.

- VCSC dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo năm 2025 sẽ ở mức 2,0 nghìn tỷ đồng (+44% YoY), nhờ được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 45% YoY của LNST mảng urê (nhờ mức giảm YoY của chi phí khí và mức tăng của giá bán trung bình), (2) mức tăng gấp 1,3 lần YoY của LNST mảng NPK (nhờ mức tăng YoY của hiệu suất hoạt động và mức giảm YoY của chi phí khí), và (3) khoản tiết kiệm từ thuế GTGT.

- VCSC dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo năm 2026 sẽ tăng 24% YoY, nhờ được thúc đẩy bởi (1) mức tăng gấp 3,1 lần YoY của LNST mảng NPK (nhờ hiệu suất tăng), (2) mức tăng YoY của LNST mảng urê (do mức giảm 5% YoY của chi phí khí dự kiến sẽ bù đắp cho mức giảm 1% YoY của giá bán trung bình), và (3) tác động cả năm từ khoản tiết kiệm thuế GTGT.

- DCM hiện có định giá khá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 9,0x, thấp hơn 24% so với P/E trung bình 5 năm của công ty. EV/EBITDA dự phóng năm 2026 đạt 4,1x, thấp hơn 30% so với mức trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành là 5,9x.

- Yếu tố hỗ trợ: Giá xuất khẩu cao hơn kỳ vọng; lợi nhuận từ các dự án dài hạn.

- Rủi ro: Chi phí khí đầu vào cao hơn dự kiến; tỷ trọng khí đầu vào từ nguồn khí giá cao Petronas tăng.

Link full Báo cáo:  
[BCNganhUre-20250917.pdf](#)

## HAH

Giá hiện tại	Giá mục tiêu
55.300	63.800
P/E	P/B
9,8	1,8

**HAH:** SSI Research **MUA** đối với cổ phiếu

**Lợi nhuận Q2/2025 tăng mạnh; Mở rộng đội tàu tận dụng bối cảnh thiếu hụt tàu trung chuyển**

### Luận điểm đầu tư và dự báo

HAH đang có vị thế tốt để khai thác được mức giá thuê tàu trung chuyển (feeder) cao và tình trạng thiếu hụt tàu. SSI dự báo doanh thu thuần năm 2025 đạt 5.151 tỷ đồng (+29,0% svck) và lợi nhuận sau thuế đạt 1.154 tỷ đồng (+46,2% svck), được hỗ trợ bởi nhu cầu thuê tàu ổn định và năng lực đội tàu mở rộng. Sang năm 2026, SSI dự báo doanh thu đạt 5.440 tỷ đồng (+5,6% svck) và lợi nhuận sau thuế đạt 1.347 tỷ đồng (+16,7% svck), với biên lợi nhuận giảm nhẹ khi giá thuê tàu trung chuyển cân bằng lại nhưng vẫn cao hơn mức trung bình lịch sử. Dựa trên mô hình DCF điều chỉnh, SSI nâng khuyến nghị đối với HAH lên **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 1 năm là 63.800 đồng/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá là 15,4%.

### Cập nhật hoạt động

Đội tàu của HAH dự kiến sẽ tăng gấp đôi lên khoảng 57.600 TEU thông qua các thương vụ mua lại và liên doanh với VSC, trực tiếp giải quyết tình trạng khan hiếm tàu trung chuyển trong khu vực. Công ty duy trì chiến lược cân bằng giữa tàu tự vận hành và năng lực thuê tàu cho các hãng tàu lớn. Việc chuyển đổi trái phiếu gần đây đã góp phần cải thiện ổn định tài chính, giảm đòn bẩy và tăng tính linh hoạt tài chính cho việc phân bổ vốn. Tổng vốn đầu tư (CAPEX) vẫn tập trung vào các dự án cảng và mở rộng đội tàu mạnh mẽ, hỗ trợ quy mô.

### Yếu tố hỗ trợ

- Mở rộng năng lực đội tàu để đáp ứng nhu cầu trung chuyển nội Á.
- Tình trạng thiếu hụt tàu trung chuyển mang tính cấu trúc giúp duy trì giá thuê tàu cao hơn chu kỳ.
- Việc chuyển đổi trái phiếu góp phần cải thiện ổn định tài chính, tạo điều kiện cho các khoản đầu tư mới.

### Rủi ro

- Giá thuê tàu trung chuyển về mức bình thường nhanh hơn dự kiến sau năm 2026.
- Biến động giá dầu và lạm phát chi phí nhiên liệu.

*Link full Báo cáo:*

[HAH\\_2025\\_09\\_25\\_SSIResearch.pdf](#)

# HDB

**HDB:** SSI Research **MUA** đối với cổ phiếu

## Tăng trưởng lợi nhuận cao, nhưng chất lượng tài sản chịu áp lực

Tóm tắt đầu tư SSI duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu HDB với giá mục tiêu 1 năm là 36.800 đồng – tương đương tiềm năng tăng giá là 19,9%. HDB ghi nhận mức tín dụng tăng mạnh kể từ năm 2022, đặc biệt trong giai đoạn nền kinh tế gặp nhiều khó khăn. Điều này đã giúp ngân hàng tăng thị phần cho vay từ 2% trong năm 2021 lên 3% trong Q2/2025. Tuy nhiên, tăng trưởng nhanh cũng kéo theo nhiều thách thức, đặc biệt là áp lực về chất lượng tài sản và áp lực trích lập dự phòng tăng cao. Mặc dù vậy, thu nhập cốt lõi – đặc biệt là thu nhập lãi thuần, được hỗ trợ phần lớn từ khoản phí cam kết giải ngân, vẫn đủ để hấp thụ sự sụt giảm của chất lượng tài sản và gánh nặng dự phòng. Do đó, SSI kỳ vọng HDB sẽ duy trì tăng trưởng lợi nhuận ổn định cũng như ROE cao trong trung hạn, đạt 24,7% trong năm 2025 và 22,6% trong năm 2026.

### Triển vọng lợi nhuận

- NIM tốt hơn: Chủ yếu nhờ thu phí cam kết giải ngân, SSI điều chỉnh NIM tăng 20 điểm cơ bản lên 5,31%.
- Thu nhập ròng từ phí cao hơn dự kiến: Ngoài mức nền thấp trong năm 2024, HDB sẽ tập trung hơn vào mảng quản lý tài sản và phân phối trái phiếu doanh nghiệp trong năm 2025. Do đó, thu nhập phí ròng ước đạt 4 nghìn tỷ đồng (+183% svck).
- Áp lực trích lập dự phòng: Nợ xấu vẫn tăng mặc dù tốc độ xử lý nợ xấu đã đạt mức cao kỷ lục trong quý gần nhất. Do đó, SSI cho rằng HDB sẽ chủ động hơn trong việc trích lập dự phòng bổ sung để xử lý nợ xấu trong các quý tới. Vì vậy, chi phí tín dụng sẽ tăng lên 1,77% (+41 điểm cơ bản svck, +75 điểm cơ bản so với ước tính trước).

SSI dự báo lợi nhuận trước thuế sẽ tăng lên 24 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 (+19,7% svck), được hỗ trợ bởi:

- Tín dụng duy trì đà tăng trưởng: SSI dự báo tăng trưởng tín dụng đạt 24% svck, chủ yếu nhờ mảng bất động sản và xây dựng.
- Chất lượng tài sản cải thiện: SSI cho rằng HDB sẽ tiếp tục xử lý nợ xấu với tổng giá trị xóa nợ đạt 4,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 và chi phí tín dụng ở mức 1,3%. Tỷ lệ nợ xấu dự kiến giảm xuống 1,93% (so với 2,1% trong năm 2025 hay 2,54% trong Q2/2025).
- NIM thu hẹp: SSI dự báo chiến lược tập trung cho vay trong trung và dài hạn của HDB sẽ cần huy động nguồn vốn dài hạn hơn, khiến chi phí vốn tăng trong năm 2026. Ngoài ra, lợi suất tài sản dự kiến chịu áp lực giảm khi HDB chuyển hướng cho vay các khách hàng doanh nghiệp lớn. Do đó, NIM dự báo giảm 29 điểm cơ bản còn 5,02%.

Link full Báo cáo:

[HDB 2025 09 24 SSIResearch.pdf](#)

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà BTresearch cho là đáng tin cậy, tuy nhiên Chúng tôi không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất Chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của Chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần thông báo.

Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. BTresearch và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. BTresearch không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Lâm Tuyết Nhi

Trưởng phòng phân tích và tư vấn đầu tư

[nhi.lam@bt-group.vn](mailto:nhi.lam@bt-group.vn)

### Nguyễn Viết Hoàng Chương

Chuyên viên phân tích

[chuong.nguyen@bt-group.vn](mailto:chuong.nguyen@bt-group.vn)

### Nguyễn Thị Thuỳ Trang

Chuyên viên phân tích

[trang.nguyenthuy@bt-group.vn](mailto:trang.nguyenthuy@bt-group.vn)

### Nguyễn Thị Tú

Chuyên viên phân tích

[tu.nguyen@bt-group.vn](mailto:tu.nguyen@bt-group.vn)

### Trần Thị Thoại Ngân

Chuyên viên phân tích

[ngan.tran@bt-group.vn](mailto:ngan.tran@bt-group.vn)