RONG VIET SECURITIES

BÁO CÁO NHANH

CTCP Cảng Đoạn Xá (HNX: DXP)

CHUYỂN MÌNH TỪ CẢNG TRUYỀN THỐNG ĐẾN ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG MỚI

Tháng 11/2026

Phòng Tư vấn đầu tư Khách hàng cá nhân

DXP – TỪ KHAI THÁC CẢNG ĐẾN MÔ HÌNH KINH DOANH ĐA NGÀNH

Sơ lược về công ty

2025 Đưa tàu Đại Vinh vào khai thác cho thuê từ tháng 10/2025, đánh dấu bước mở rộng sang vận tải biển, bổ sung nguồn thu bên cạnh mảng khai thác cảng và kinh doanh đường.

2015 Vinalines thoái hết vốn tại DXP vào tháng 5/2015, kết thúc vai trò cổ đông tại Doanh nghiệp.

2005 Cổ phiếu DXP chính thức niêm yết tại Trung tâm giao dịch Chứng khoán Hà Nội, đánh dấu bước gia nhập thị trường chứng khoán và khả năng tiếp cận vốn.

2001 Hoạt động theo mô hình công ty cổ phần, đổi tên thành CTCP Cảng Đoạn Xá, vốn điều lệ 35 tỷ đồng với sở hữu Nhà nước 51%.

1995 Thành lập Xí nghiệp Xếp dỡ Đoạn Xá, trực thuộc Cảng Hải Phòng, đặt nền tảng cho hoạt động xếp dỡ hàng hóa và khai thác cảng.

Đa dạng hóa nguồn thu dựa trên năng lực sẵn có

Từ năm 2023, bên cạnh mảng dịch vụ cảng, DXP mở rộng sang kinh doanh nhựa đường rồi phát triển vận tải biển nhằm đa dạng hóa nguồn thu; đồng thời tìm kiếm cơ hội đầu tư ngành nghề mới phù hợp với nguồn lực và hiệu quả vốn:

Cơ cấu cổ đông

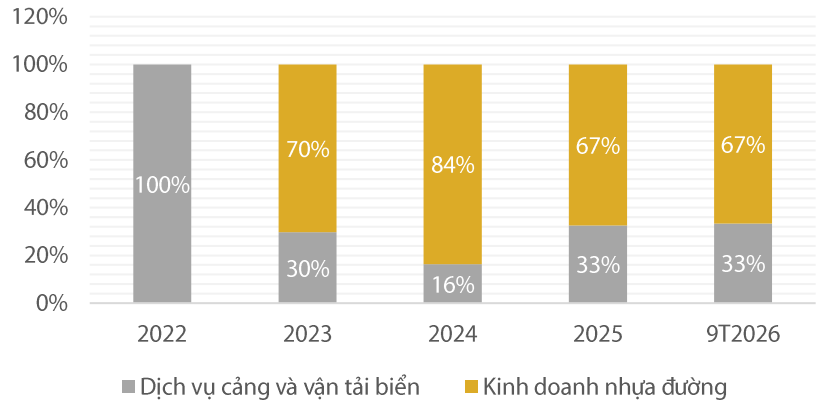
Họ tên	Chức vụ	Sở hữu
Bùi Tuấn Minh	Chủ tịch HĐQT	9,82%
Nguyễn Văn Thức	Phó Tổng giám đốc	9,18%
Hoàng Văn Quang	Cựu Chủ tịch (đến 6/2025)	13,03%
Trần Phương Thúy	n/a	9.,18%
Đỗ Thị Tiến Ninh	n/a	8,75%

Cập nhật ngày 26/10/2026

Cơ cấu cổ đông phần lớn thuộc sở hữu cá nhân (71,02%), trong đó BLĐ & cựu Chủ tịch HĐQT sở hữu tổng cộng 32,03%. Về lượng sở hữu tổ chức, duy trì dưới 5%, lần lượt CTCP Phát triển đô thị Từ Liêm 3,74%, Samarang UCITS 4,8%, AFC VF 4,73%, PYN Elite Fund 2,8% và CTCP Thương mại và XNK vật tư giao thông 1,9%.

Cảng và vận tải biển: Doanh thu dịch vụ cảng chiếm khoảng 30–33% tổng doanh thu trong năm 2023, 2025 và 9T2026. Riêng năm 2024, tỷ trọng giảm về 16%, chủ yếu do sản lượng nhựa đường tăng gần gấp đôi, từ 24.362 lên 48.533 tấn (+99,2%), trong khi sản lượng cảng tăng khoảng 1,6%. Theo định hướng phát triển, DXP tập trung khai thác hàng rời (tập trung hàng quốc tế với biên lợi nhuận cao), nâng năng suất và tận dụng hạ tầng hiện hữu, đồng thời mở rộng đội tàu cho thuê và vận chuyển quốc tế để tham gia sâu hơn vào chuỗi logistics, giảm phụ thuộc vào khai thác cảng truyền thống.

Cơ cấu doanh thu và chiến lược phát triển DXP

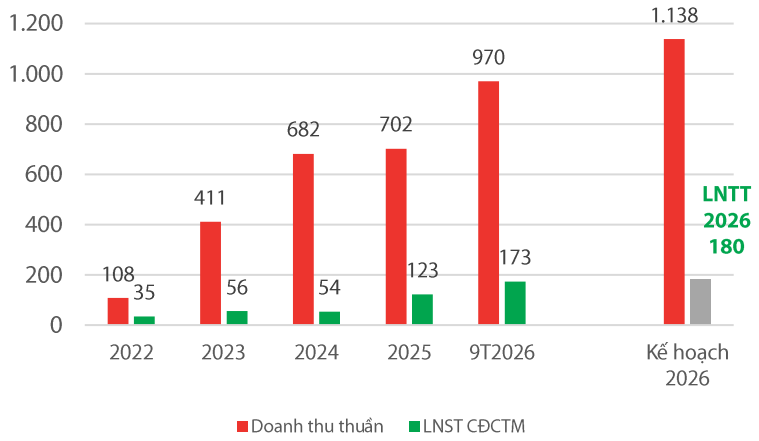


Nguồn: BCTC DXP, BCTN 2025 DXP, CTCK Rồng Việt

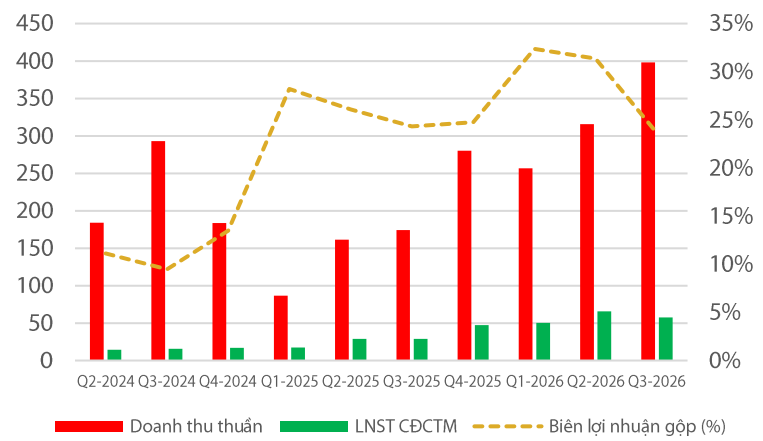
Nhựa đường: Chiếm khoảng 66–70% tổng doanh thu trong năm 2023, 2025 và 9T2026, riêng năm 2024 đạt 84%, mảng này tạo động lực tăng trưởng theo nhu cầu thi công hạ tầng và đầu tư công. DXP định hướng mở rộng sản lượng, phát triển khách hàng và đầu tư bồn chứa, phương tiện chuyên dụng; từng bước hoàn thiện chuỗi nhập khẩu – lưu trữ – gia nhiệt – vận chuyển – phân phối nhằm nâng khả năng cung ứng và tối ưu chi phí.

CHUYỂN DỊCH CƠ CẤU KINH DOANH, THÚC ĐẨY TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN

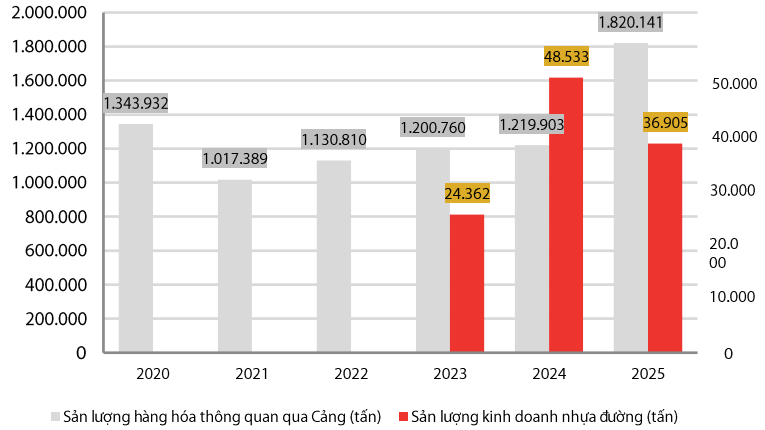
Kết quả kinh doanh theo năm của DXP (tỷ VND)



Kết quả kinh doanh theo quý của DXP (tỷ VND)



Sản lượng hàng hóa và dịch vụ DXP qua các giai đoạn



Nguồn: BCTC DXP, BCTN 2025 DXP, CTCK Rồng Việt

Giai đoạn 2022–2024: Sản lượng hàng hóa qua cảng tăng nhẹ từ 1,13 triệu tấn năm 2022 lên 1,20 triệu tấn năm 2023 & 1,22 triệu tấn năm 2024 tương ứng mức tăng doanh thu dịch vụ đạt 108 tỷ đồng, 122 tỷ đồng và 112 tỷ đồng. Dù tăng trưởng chưa ấn tượng nhưng biên lợi nhuận gộp duy trì cao và cải thiện qua từng năm 28-37%, giúp ổn định lợi nhuận gộp mảng dịch vụ. Từ năm 2023, DXP bắt đầu kinh doanh nhựa đường với sản lượng 24,4 nghìn tấn, tăng gần gấp đôi lên 48,5 nghìn tấn năm 2024; doanh thu bán hàng theo đó tăng từ 289 tỷ đồng lên 570 tỷ đồng. Tuy nhiên, biên gộp mảng này chỉ quanh 1%-3,7%, nên dù doanh thu toàn công ty tăng mạnh từ 411 tỷ đồng ở 2023 lên 682 tỷ đồng vào 2024, LNST CĐCTM gần như đi ngang 54-56 tỷ đồng.

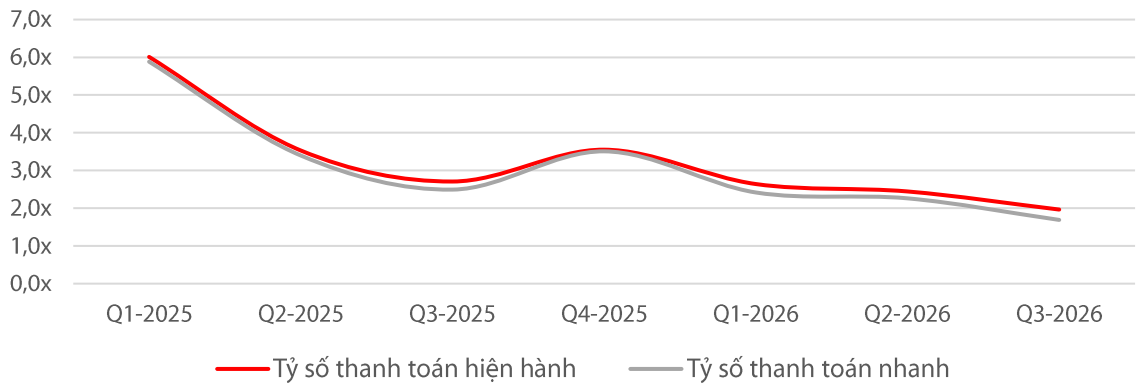
Hiệu quả kinh doanh cải thiện năm 2025, sản lượng qua cảng tăng 49,2% lên 1,82 triệu tấn so với 2024, với doanh thu đạt 229 tỷ đồng (+105% YoY) nhờ vào cải thiện cơ cấu hàng, chuyển sang hàng rời quốc tế với biên lợi nhuận cao hơn ~49% so với 28-37% giai đoạn trước. Ngoài ra, DXP cũng hưởng lợi tương đối từ quá trình tái phân bổ nguồn hàng tại khu vực sông Cấm khi cảng Hoàng Diệu từng bước di dời theo quy hoạch gắn với cầu Nguyễn Trãi, trong khi tĩnh không cầu Máy Chai khoảng 25m - hạn chế tàu có chiều cao lớn tiếp tục đi sâu lên thượng lưu. Về mảng nhựa đường, biên lợi nhuận cải thiện lên ~10% năm 2025 nhờ phục hồi giá nhựa đường. Bên cạnh đó, từ 10/2025, DXP bắt đầu cho VOSCO thuê tàu Đại Vinh, bổ sung nguồn thu từ hoạt động vận tải biển. Qua đó dù doanh thu tăng nhẹ 3% lên 702 tỷ năm 2025 so với 2024, nhưng biên lợi nhuận mở rộng ở mảng cảng và nhựa đường đưa LNST CĐCTM lên 123 tỷ (+127% yoy).

9T2026: Xu hướng cải thiện biên và cơ cấu lợi nhuận tiếp tục được duy trì, doanh thu 9T2026 đạt 970 tỷ đồng, LNST CĐCTM đạt 173 tỷ đồng lần lượt tăng **129%** và **130% yoy**. nhờ vào: (1) Mảng nhựa đường có mặt bằng giá tăng theo xu hướng dầu thô & cơ chế giá bán điều chỉnh theo giá thị trường; (2) hoạt động vận tải tàu DX Pioneer được đưa vào khai thác từ tháng 4/2026 tiếp tục bổ sung nguồn thu cho DXP. Ngoài ra nếu xét LNTT kế hoạch 2026, tại BCTC quý 3 cho thấy lũy kế 9T2026 LNTT DXP đạt 216 tỷ đồng**, tăng 129%** so với cùng kỳ gấp **1,2 lần kế hoạch** năm.

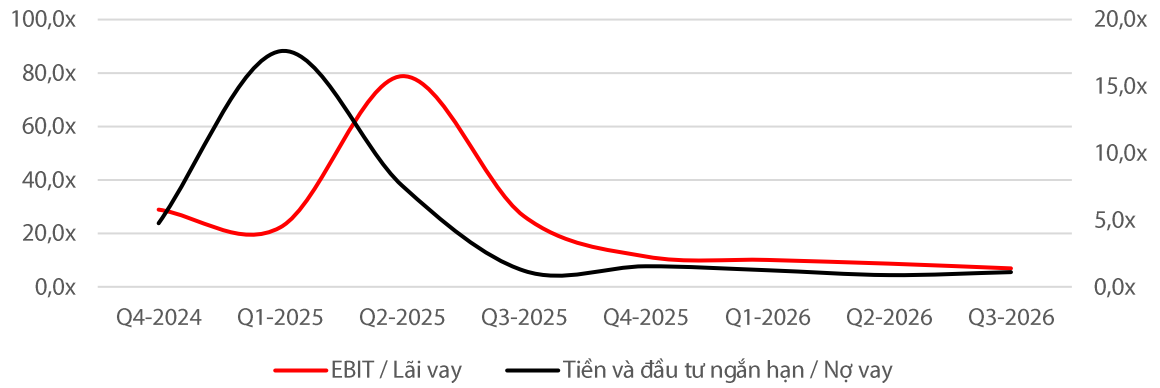
→ **DXP đang mở rộng** từ mảng cảng truyền thống sang nhựa đường và vận tải biển; trong đó, mảng cảng cải thiện nhờ sản lượng và cơ cấu hàng rời quốc tế, nhựa đường hưởng lợi từ mặt bằng giá và nhu cầu đầu tư công, còn đội tàu bổ sung nguồn thu mới cho doanh nghiệp.

ĐÒN BẨY GIA TĂNG NHƯNG THANH KHOẢN VẪN DUY TRÌ TÍCH CỰC

Tỷ lệ thanh toán DXP các giai đoạn



Khả năng thực hiện các nghĩa vụ nợ DXP các giai đoạn



Nguồn: DXP, FiinProX, CTCK Rồng Việt

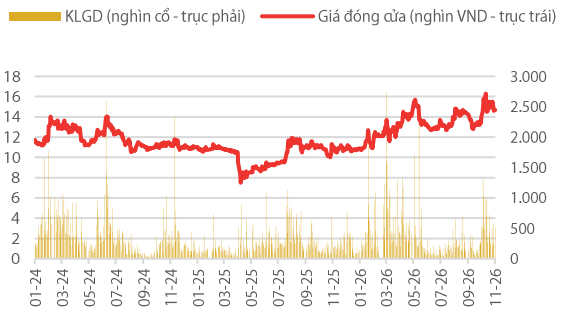
Bảng cân đối vững chắc với bộ đệm thanh khoản lớn cùng xu hướng ngành phục vụ mục tiêu tăng trưởng

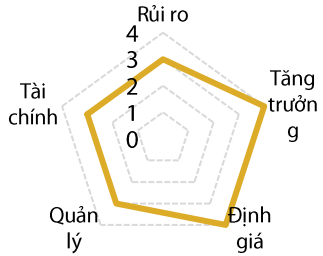
Nợ vay tăng cùng quá trình mở rộng đội tàu. Cuối Q3/2026, tổng dư nợ DXP đạt **693 tỷ đồng**, tăng **107%** so với cuối 2025, tương đương **31,5% tổng tài sản**. Trong đó, MB tài trợ tàu Đại Vinh với dư nợ **301,2 tỷ đồng**, lãi suất **7,6%/năm** (biên độ 3%); BIDV tài trợ DX Pioneer với dư nợ **150,3 tỷ đồng**, lãi suất **9,7%/năm** (biên độ 3,8%). Dù đòn bẩy tăng nhanh, phần lớn dư nợ gắn với tài sản tạo doanh thu khi hai tàu lần lượt vận hành từ **10/2025 và 4/2026**; đồng thời DXP duy trì khoảng **760 tỷ đồng tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn**, chủ yếu là tiền gửi 12 tháng, tạo bộ đệm thanh khoản đáng kể.

Nợ ngắn hạn gia tăng, hỗ trợ mở rộng mảng nhựa đường, tính hết quý 3.2026 khoảng **184,6 tỷ đồng** vay ngắn hạn BIDV được sử dụng nhập khẩu nhựa đường, với lãi suất 7,1–7,9%/năm trong bối cảnh giá nhựa đường neo cao. **Dù nợ tăng nhanh nhưng thanh khoản vẫn duy trì ở mức tốt**, với hệ số thanh toán hiện hành và thanh toán nhanh lần lượt đạt 1,96x và 1,69x (>1) tại cuối quý 3.2026. Chênh lệch giữa hai chỉ số mở rộng khi hàng tồn kho tăng từ 7,2 tỷ đồng cuối 2025 lên 64,5 tỷ đồng Q1, 50,9 tỷ đồng Q2 và 144 tỷ đồng Q3/2026, phản ánh quy mô vốn lưu động dành cho mảng nhựa đường gia tăng. Ngoài ra, khả năng đáp ứng nghĩa vụ nợ vẫn tương đối vững chắc, khi EBIT 9T2026 đạt khoảng 247 tỷ đồng, tương ứng EBIT/chi phí lãi vay ~8,0x. Đồng thời, tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn cao hơn tổng nợ vay (760 tỷ > 693 tỷ), đưa nợ ròng về khoảng –67 tỷ đồng và nợ ròng/EBITDA khoảng –0,24x, cho thấy dù dư nợ tăng mạnh, rủi ro thanh khoản và áp lực trả lãi hiện vẫn đang được DXP kiểm soát.

BA ĐỘNG LỰC MỞ RỘNG DƯ ĐỊA TĂNG TRƯỞNG CỦA DXP

MUA: 21% **GTT: 14.900** **GMT: 18.000**





THÔNG TIN CỔ PHIẾU	
Ngành	Hàng & DV công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	875
SLCPĐLH (triệu CP)	60
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	339
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	4,99
SH NĐTNN còn lại (%)	0,00
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	10.500 – 16.300

TÀI CHÍNH	2025A	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	702	1.323	1.350
LNST – MI (tỷ đồng)	123	210	181
ROA (%)	9,7%	11,3%	9,8%
ROE (%)	13,5%	20,1%	17,3%
EPS (đồng)	2.047	3.516	3.029
Cổ tức tiền mặt (đồng)	500	n/a	n/a
P/E (x)	5,3x	8,3x	8,3x
P/B (x)	0,68x	0,84x	0,84x

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Dịch chuyển nguồn hàng khu vực sông Cấm giúp DXP cải thiện sản lượng cùng cơ cấu nguồn hàng gia tăng biên lợi nhuận

Doanh thu dịch vụ cảng năm 2025 tăng 105% YoY lên 229 tỷ đồng, từ 112 tỷ đồng năm 2024, chủ yếu nhờ: (1) sản lượng qua cảng tăng 49% YoY lên 1,82 triệu tấn, được hỗ trợ nhờ tái phân bổ nguồn hàng khu vực song Cấm khi di dời cảng Hoàng Diệu & tĩnh không cầu Máy Chai chỉ 25 m, hạn chế tàu có chiều cao lớn tiếp tục đi sâu vào thượng lưu; (2) dịch chuyển sang hàng rời quốc tế có mức phí dịch vụ cao hơn, hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận gộp mảng dịch vụ ở mức 49% năm 2025 và 54% trong 9T2026, so với 33% năm 2024, góp phần nâng hiệu quả kinh doanh của DXP.

Giá nhựa đường neo cao và đầu tư công tăng tốc hỗ trợ tăng trưởng mảng nhựa đường

Lũy kế đến ngày 22/10/2026, giải ngân đầu tư công đạt khoảng 674 nghìn tỷ đồng, tăng 45% YoY và hoàn thành 65,9% kế hoạch năm, tạo nền tảng nhu cầu tích cực cho mảng nhựa đường trong các quý cuối năm. Đồng thời, giá nhựa đường 60/70 CFR Hải Phòng đạt khoảng 645 USD/tấn tại 20/10/2026, tăng khoảng 58% so với cuối 2025 và 55% YoY, trong bối cảnh giá dầu duy trì ở mức cao và nguồn cung chịu tác động từ căng thẳng địa chính trị. Bên cạnh đó, DXP bán nhựa đường theo giá thị trường thay vì đơn giá cố định, qua đó có khả năng điều chỉnh giá bán theo biến động đầu vào; kéo biên lợi nhuận gộp mảng này cải thiện từ 10% năm 2025 lên khoảng 16% trong 9T2026, hỗ trợ hiệu quả kinh doanh toàn công ty.

Vận tải biển trở thành động lực tăng trưởng mới từ 2026–2027

DXP hiện sở hữu hai tàu dầu/hóa chất gồm Đại Vinh (13.498 DWT) và DX Pioneer (14.000 DWT). Đại Vinh được VOSCO thuê dài hạn từ 10/2025 và đã đóng góp hơn 2% LNST hợp nhất chỉ trong 3 tháng cuối 2025, trong khi DX Pioneer được DXP trực tiếp khai thác từ cuối 4/2026 trên các tuyến quốc tế châu Á – Thái Bình Dương. Theo kế hoạch Công ty, hai tàu có thể đóng góp khoảng 10–15% LNST hợp nhất năm 2026, và hiệu quả khai thác sẽ được phản ánh đầy đủ hơn từ 2027 khi cả hai tàu cùng hoạt động gần trọn năm.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

Mảng cảng: Sản lượng có thể chững lại do hạn chế công suất một cầu bến cũng như cạnh tranh khu vực cảng truyền thống.

Mảng nhựa đường: Biên lợi nhuận có thể thu hẹp trong bối cảnh chiến tranh hay giá dầu dịu dần.

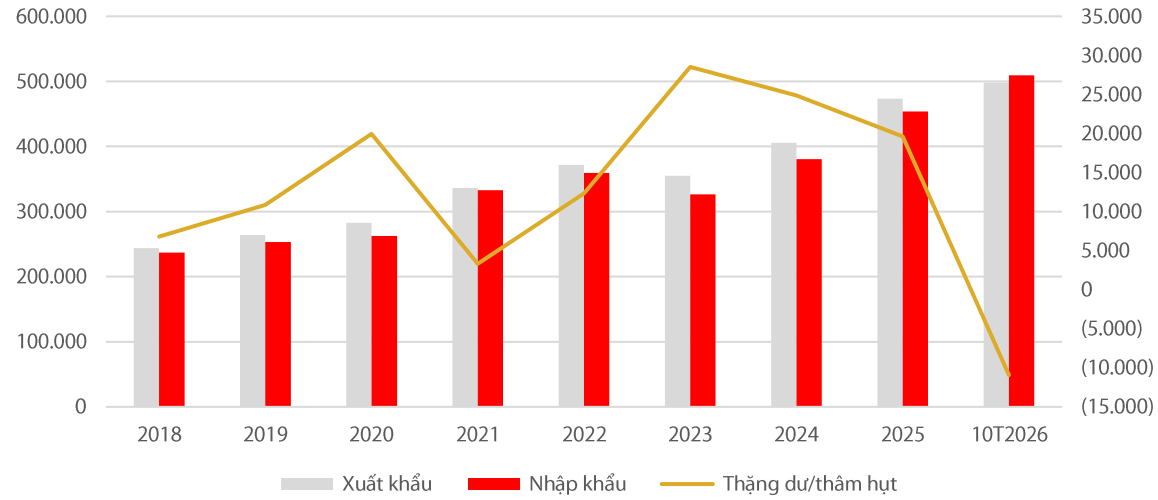
Vận tải biển: Mảng kinh doanh mới mở ra dư địa tăng trưởng lợi nhuận, nhưng việc sử dụng đòn bẩy để tài trợ mở rộng, làm gia tăng rủi ro tài chính trong tương lai.

TÁI PHÂN BỔ NGUỒN HÀNG, THÚC ĐẨY SẢN LƯỢNG VÀ CẢI THIỆN BIÊN LỢI NHUẬN CẢNG

Dịch chuyển nguồn hàng tại khu vực sông Cấm hỗ trợ DXP tăng thị phần khai thác



Hoạt động Xuất Nhập Khẩu (tỷ USD)



Nguồn: IR DXP. FiinProX, CTCK Rồng Việt

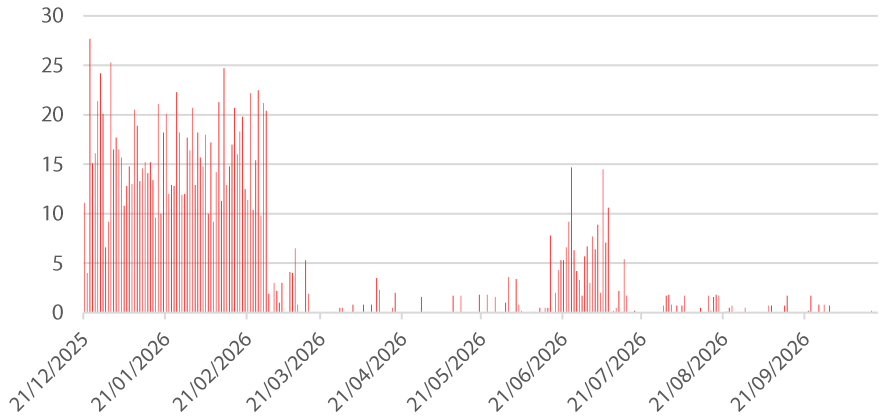
Tái cấu trúc hệ thống cảng sông Cấm đang tạo dư địa để DXP duy trì sản lượng ở mức cao: Theo Quyết định 756/QĐ-BXD ngày 05/06/2025, Bến cảng Đoạn Xá gồm 01 cầu cảng dài 210 m, có thể tiếp nhận tàu 10.000 tấn hoặc lớn hơn, với nhu cầu thông qua theo quy hoạch khoảng 2 –3 triệu tấn/năm tùy kịch bản. So với sản lượng thực tế thông qua 1,82 triệu tấn năm 2025, DXP vẫn còn dư địa hấp thụ thêm nguồn hàng. Ngoài ra, lợi thế này được củng cố khi: (1) Cảng Hoàng Diệu từng bước di dời để phục vụ dự án cầu Nguyễn Trãi; đến đầu tháng 9/2026, khối lượng thực hiện dự án đạt khoảng 57,7%, với mục tiêu đưa cầu vào khai thác vào 2/9/2027, cho thấy quá trình tái phân bổ luồng hàng vẫn còn tiếp diễn trong năm 2027; (2) cầu Máy Chai đi vào hoạt động có tĩnh không khoảng 25 m, hạn chế về chiều cao đối với các tàu lớn muốn tiếp tục đi sâu vào thượng lưu sông Cấm. Trong bối cảnh đó, cảng DXP nằm ở phía ngoài cầu và có khả năng tiếp nhận tàu hàng rời tới khoảng 40.000 DWT giảm tải, nhờ đó hưởng lợi tương đối khi luồng tàu và nguồn hàng có xu hướng tái phân bổ về các bến ngoài cầu.

Cơ cấu hàng rời XNK đang cải thiện chất lượng doanh thu, theo bản tin IR tháng 9/2026 của DXP, trong tháng 7/2026, Đoạn Xá đã vươn lên dẫn đầu thị phần hàng rời trong nhóm 6 cảng lớn tại Hải Phòng, với mức tăng 4 điểm % so với cùng kỳ và 6,51 điểm % so với tháng trước. Động lực chính đến từ tăng trưởng hàng rời xuất nhập khẩu trong bối cảnh tổng kim ngạch XNK Việt Nam tăng từ khoảng 480 tỷ USD năm 2018 lên khoảng 930 tỷ USD năm 2025, tương đương CAGR ~9,9%/năm. Riêng 10T2026, tổng kim ngạch đạt ~1.008 tỷ USD, tăng 32,3% YoY, cho thấy quy mô thương mại tiếp tục mở rộng, tạo nền cầu vận chuyển và thông quan hàng hóa qua cảng biển. Nhờ đó, mảng hàng rời XNK có mặt bằng phí dịch vụ cao hơn hàng nội địa, cơ cấu này tiếp tục hỗ trợ doanh thu trên mỗi tấn và giúp biên gộp mảng dịch vụ duy trì khoảng 49–54% trong 2025–9T2026.

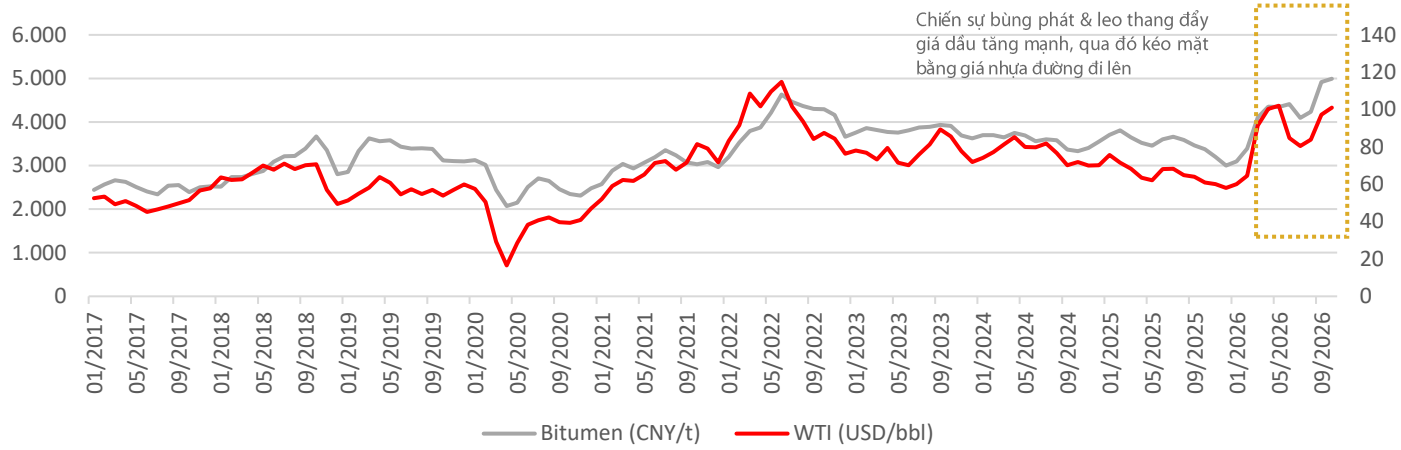
→ Tái phân bổ nguồn hàng khu vực sông Cấm, cùng xu hướng dịch chuyển sang hàng rời quốc tế trong bối cảnh kim ngạch XNKi tăng mạnh và thị phần DXP cải thiện, tạo cơ sở để Công ty duy trì sản lượng cao và từng bước tiến gần vùng công suất quy hoạch 2–3 triệu tấn/năm.

GIÁ NHỰA ĐƯỜNG NEO CAO VÀ XU HƯỚNG GIẢI NGÂN ĐẦU TƯ CÔNG CUỐI NĂM HỖ TRỢ MẢNG NHỰA ĐƯỜNG

Sản lượng dầu thông qua eo biển Hormuz (triệu thùng/ngày)

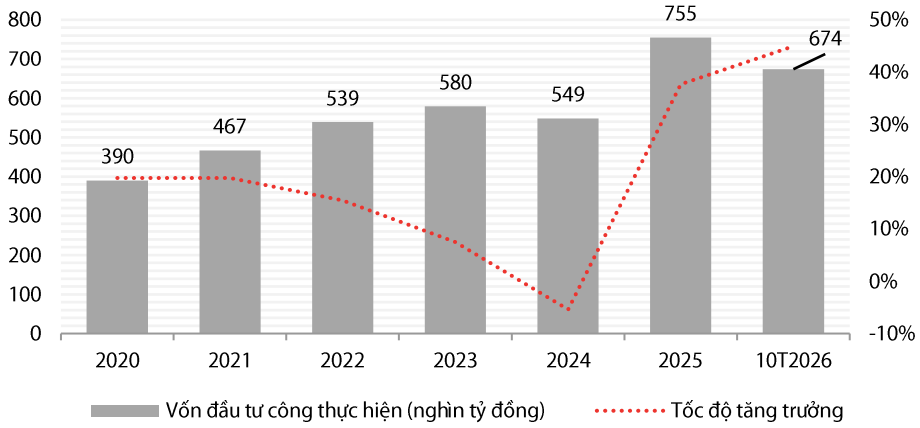


Diễn biến giá nhựa đường và giá dầu WTI



Nguồn: DXP, FiinProX, tankermap CTCK Rồng Việt

Tình hình giải ngân đầu tư công



Nguồn: FiinProX, CTCK Rồng Việt

Giá năng lượng neo cao tiếp tục hỗ trợ mặt bằng giá nhựa đường. Lưu lượng dầu thô qua eo biển Hormuz trong các tuần tháng 10 giảm còn khoảng 8,5 triệu thùng/ngày, từ 13,5 triệu thùng/ngày cuối tháng 9; dòng sản phẩm lọc dầu cuối tháng 9 chỉ đạt 677 nghìn thùng/ngày, thấp hơn 81% so với mức 3,6 triệu thùng/ngày trước xung đột. Trong bối cảnh Mỹ–Iran và Yemen–Houthi tiếp tục tiềm ẩn rủi ro gián đoạn nguồn cung, đến 26/10/2026, WTI giao dịch quanh 101 USD/thùng, tăng khoảng 77% từ đầu năm, trong khi Brent đạt 115,8 USD/thùng, tăng 90,3%. Theo Ban lãnh đạo DXP, giá nhựa đường có tương quan cùng chiều với giá dầu thô; tính đến 26/10, giá nhựa đường đạt khoảng 5.042 nhân dân tệ/tấn, tăng 58,9% từ mức 3.173 nhân dân tệ/tấn đầu năm. Đáng chú ý, DXP bán theo giá thị trường thay vì đơn giá cố định, qua đó tăng khả năng dịch chuyển biến động giá đầu vào sang giá bán và hỗ trợ biên gộp mảng nhựa đường cải thiện từ khoảng 10% năm 2025 lên gần 16% trong 9T2026.

Đầu tư công tạo nền cầu trung hạn cho sản lượng nhựa đường. Lũy kế đến 22/10/2026, giải ngân đầu tư công đạt khoảng 674 nghìn tỷ đồng, tăng ~45% so với cùng kỳ và hoàn thành 65,9% kế hoạch năm, cho thấy dư địa giải ngân trong các tháng cuối năm vẫn còn đáng kể. Xa hơn, kế hoạch đầu tư công trung hạn 2026–2030 đạt 8,22 triệu tỷ đồng, tập trung vào các dự án cao tốc, vành đai, đường sắt và hạ tầng kết nối, qua đó tạo nền cầu trung hạn cho vật liệu xây dựng, trong đó có nhựa đường.

→ Trong ngắn hạn, mặt bằng giá cao hỗ trợ hiệu quả mảng nhựa đường; trong trung–dài hạn, tăng trưởng được nâng đỡ bởi chu kỳ giải ngân đầu tư công quy mô lớn.

MỞ RỘNG ĐỘI TÀU, TẠO DƯ ĐỊA TĂNG TRƯỞNG BẮT ĐẦU TỪ 2026-2027



Đại Vinh | 13.498 DWT | Đóng năm 2018

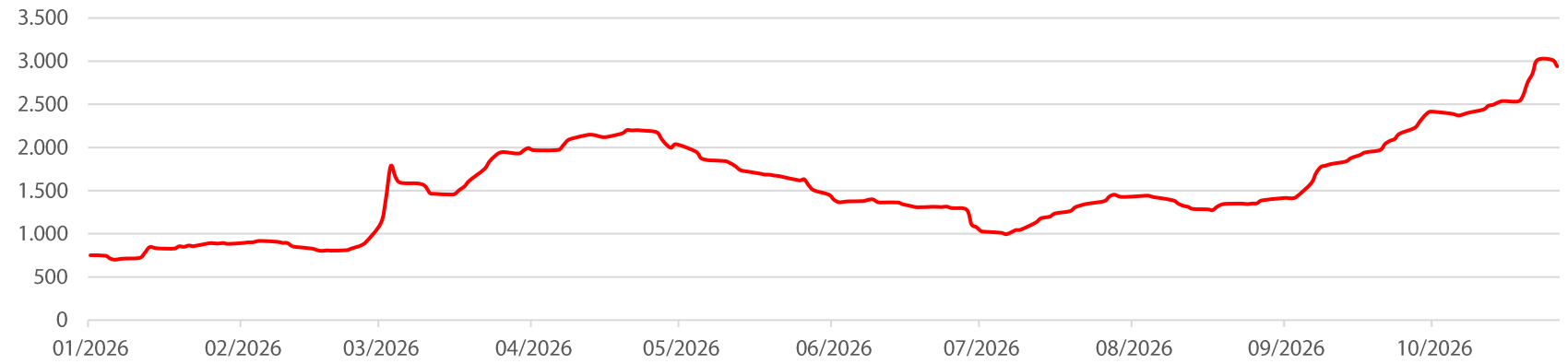
Được VOSCO tiếp nhận và khai thác từ tháng 9/2025 theo hợp đồng thuê tàu trần



Tàu DX Pioneer | 14.000 DWT | Đóng năm 2012

DXP nhận bàn giao tại Singapore ngày 21/4/2026 và bắt đầu vận hành sau đó

Chỉ số cước tàu chở dầu sạch Baltic* (BCTI)



Nguồn: DXP, FiinProX, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Ghi chú: BCTI là thước đo biến động giá cuoiwsc thuê tàu vận chuyển dầu thành phẩm (xăng, diesel,...) trên toàn cầu*

Bên cạnh mảng khai thác cảng truyền thống và kinh doanh nhựa đường, DXP mở rộng chuỗi giá trị của mình sang vận tải biển. Từ cuối 2025, mảng này dần trở thành trụ cột tăng trưởng mới, hiện Công ty đang sở hữu hai tàu dầu/hóa chất, bao gồm:

1. Đại Vinh: được đưa vào khai thác từ 10/2025 theo hình thức cho thuê, giúp tạo nguồn thu tương đối ổn định và giảm mức độ nhạy cảm với biến động cước ngắn hạn. Chỉ trong 3 tháng cuối 2025, tàu đã đóng góp hơn 2% LNST hợp nhất.
2. DX Pioneer : bắt đầu khai thác từ cuối 4/2026, do DXP trực tiếp vận hành theo chuyến trên các tuyến quốc tế khu vực châu Á – Thái Bình Dương. So với hình thức cho thuê, mô hình tự khai thác có thể mang lại dư địa lợi nhuận cao hơn khi thị trường cước thuận lợi nhưng đi kèm rủi ro biến động cước, nhiên liệu và hiệu suất khai thác.

Với việc cho thuê tàu Đại Vinh từ cuối 2025, nghĩa là năm 2026 là năm đầu tiên Đại Vinh được ghi nhận đủ kỳ, **trong khi DX Pioneer mới đóng góp từ quý II.2026**; do đó **2027 sẽ là năm đầu tiên cả hai tàu cùng phản ánh gần trọn năm hoạt động** (mở rộng dư địa tăng trưởng cho năm tới). Hiện theo kế hoạch của DXP, mảng vận tải biển có thể đóng góp khoảng 10–15% LNST hợp nhất năm 2026. Ngoài ra, DXP định hướng đầu tư thêm 1–2 tàu trong giai đoạn 2026–Q1/2027 và nâng quy mô đội tàu lên khoảng 5–6 chiếc đến năm 2030. Nếu các tàu mới duy trì hiệu quả khai thác tương đương tài sản hiện hữu, việc mở rộng quy mô có thể tạo thêm tăng trưởng lợi nhuận.

→ Chúng tôi cho rằng vận tải biển có thể trở thành nguồn tăng trưởng lợi nhuận thứ ba của DXP từ 2026–2027, khi hai tàu hiện hữu bước vào giai đoạn khai thác đủ kỳ và kế hoạch mở rộng đội tàu tạo thêm dư địa tăng trưởng, đặc biệt trong giai đoạn cước phí tăng như hiện tại.

DXP – TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG VÀ ĐỊNH GIÁ HẤP DẪN

Quan điểm và định giá

1. Tái phân bổ nguồn hàng hỗ trợ tăng trưởng mảng cảng và cải thiện chất lượng doanh thu.

DXP hưởng lợi tương đối từ quá trình di dời Cảng Hoàng Diệu và hạn chế tĩnh không khoảng 25 m của cầu Máy Chai, qua đó hỗ trợ tái phân bổ luồng tàu và nguồn hàng về các bến hạ lưu. Theo quy hoạch, nhu cầu thông qua cảng Đoạn Xá có thể đạt khoảng 2–3 triệu tấn/năm, cao hơn sản lượng thực tế 1,82 triệu tấn năm 2025. Đồng thời, cơ cấu hàng rời XNK có mức phí cao hơn giúp biên gộp dịch vụ duy trì khoảng 49–54% trong 2025–9T2026.

2. Mặt bằng giá nhựa đường cao trong ngắn hạn cùng triển vọng đầu tư công.

Giá nhựa đường tăng cùng giá dầu và rủi ro gián đoạn nguồn cung, trong khi DXP có cơ chế điều chỉnh giá bán theo thị trường, hỗ trợ biên gộp mảng nhựa đường cải thiện từ khoảng **10%** năm 2025 lên **16%** trong 9T2026. Về dài hạn, kế hoạch đầu tư công 2026–2030 đạt 8,22 triệu tỷ đồng tạo nền cầu đáng kể cho vật liệu xây dựng và nhựa đường, đặc biệt khi đây vẫn là mảng đóng góp tỷ trọng doanh thu lớn của DXP.

3. Vận tải biển mở thêm trụ cột lợi nhuận từ 2026–2027.

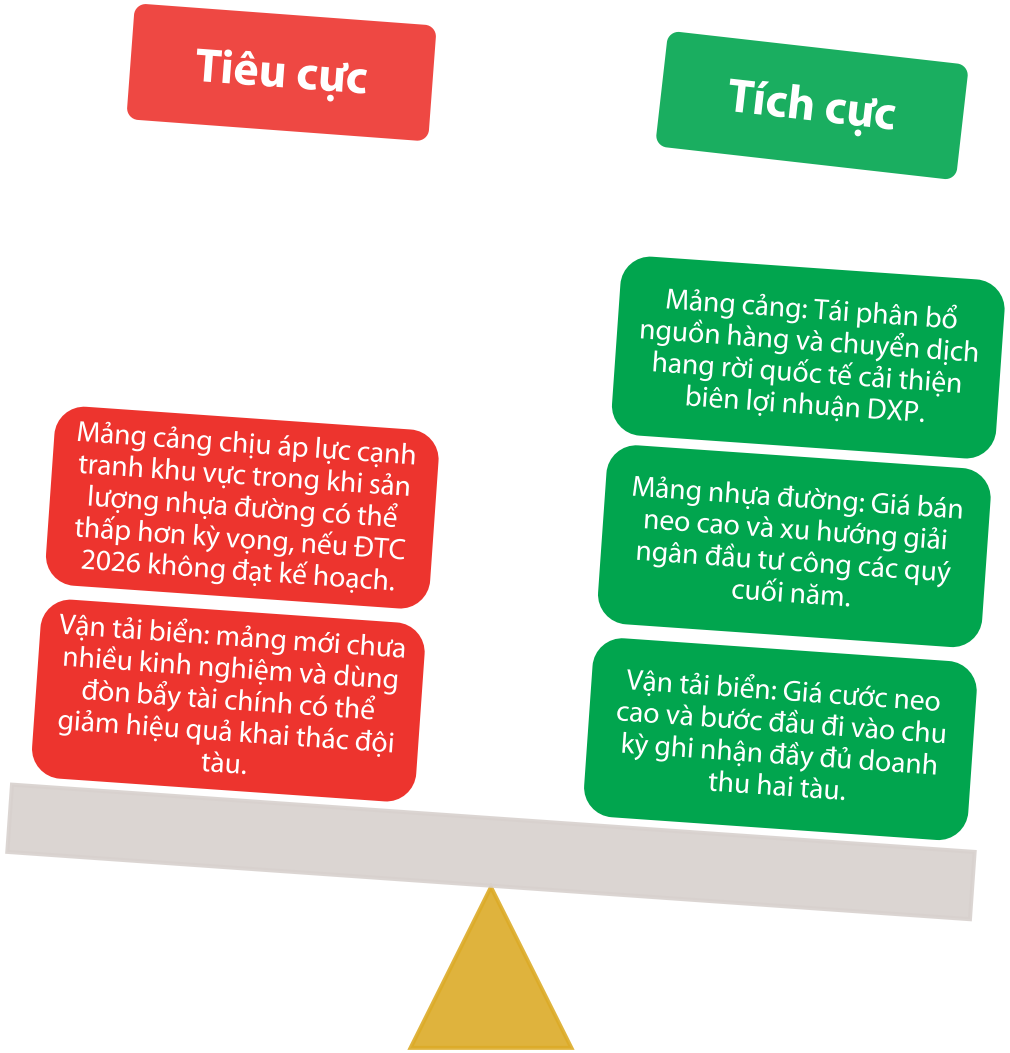
Hai tàu Đại Vinh (13.498 DWT) và DX Pioneer (14.000 DWT) đã bước vào khai thác từ 10/2025 và 4/2026, theo kế hoạch của Công ty, vận tải biển có thể đóng góp khoảng 10–15% LNST hợp nhất năm 2026; đồng thời DXP định hướng đầu tư thêm 1–2 tàu trong 2026–Q1/2027, hướng tới đội tàu 5–6 chiếc đến 2030, tạo thêm dư địa tăng trưởng ngoài hai mảng truyền thống.

Định giá: *Theo quan điểm thận trọng trước mặt bằng lãi suất cao và thanh khoản thị trường chung thấp, chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu* ***5,93x****, tương ứng lợi suất yêu cầu* ***16,9%****, gồm lãi suất tiền gửi bình quân 12T tham chiếu* ***6,6%****, beta* ***0,62****, phần bù rủi ro thị trường* ***8,5%*** *và rủi ro đặc thù DXP* ***5%****. Trong đó, (1) Beta được tính trên* ***248*** *phiên gần nhất (kể từ xung đột Mỹ–Iran đến hiện tại, ảnh hưởng mạnh của giá dầu, nhựa đường; (2) Phần bù rủi ro đặc thù phản ánh cạnh tranh tại cảng truyền thống, xu hướng dịch chuyển sang cảng nước sâu và thanh khoản cổ phiếu hạn chế. Chúng tôi sử dụng EPS 2027F đạt 3.029 đồng/cp để phản ánh lợi nhuận chuẩn hóa, khi biên gộp nhựa đường giảm từ* ***19%*** *trong 6T2026 xuống* ***16%*** *trong 9T2026, sau giai đoạn hưởng lợi từ giá bán tăng và khả năng hưởng lợi chênh lệch giữa giá vốn tồn kho và giá bán. Chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp nhựa đường về 10% trong 2027F, tương đương năm 2025 (mặt bằng giá vẫn neo cao trên nền giải ngân đầu tư công đến 2030). Theo đó, giá mục tiêu đạt* ***~18.000 đồng/cp****, tương ứng upside* ***21%*** *so với giá tham chiếu* ***14.900 đồng/cp.***

Rủi ro đầu tư

1. Hiệu quả khai thác các mảng cốt lõi thấp hơn kỳ vọng: Sản lượng cảng có thể chững lại do giới hạn một cầu bến và cạnh tranh khu vực, trong khi giá dầu/nhựa đường hạ nhiệt khi chiến tranh dịu lại (hạn chế biên lợi nhuận).

2. Rủi ro mở rộng đội tàu và đòn bẩy tài chính: đây là mảng mới, DXP chưa có nhiều kinh nghiệm; trong khi giá cước cao khó duy trì dài hạn và chi phí lãi vay tăng có thể gây áp lực lên hiệu quả tài chính.



TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM



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 cáo 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.***