

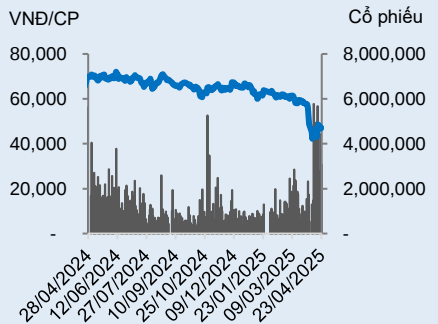
Duy trì lợi thế cạnh tranh với định giá hấp dẫn

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VNĐ/CP)	64.000
Giá thị trường (23/4/2025)	47.000
Lợi nhuận kỳ vọng	+36,2%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	42.200-72.074
Vốn hóa	19.749 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	420.192.309
KLGD bình quân 10 ngày	4.073.532
% sở hữu nước ngoài	39,63%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.200
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,7%
Beta	1,18

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
GMD	-29,0%	-19,9%	-23,5%	-27,7%
VN-Index	-4,6%	-8,7%	-2,5%	-4,0%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Viết Dân

(84 28) 3914.6888 ext. 256

dannv@bvsc.com.vn

KQKD quý 1/2025. Doanh thu đạt 1.277 tỷ đồng (+27% YoY và -9,5% QoQ), LNST-CĐTS đạt 403 tỷ đồng (-28% YoY và +72% QoQ), với LNST-CĐTS cốt lõi (loại trừ các khoản thu nhập từ việc thoái vốn cảng và chi phí khác) đạt 403 tỷ (+37% YoY và -1% QoQ). Doanh thu mảng khai thác cảng tăng mạnh 35% YoY, với sản lượng thông qua cảng tăng trưởng ở miền Bắc và miền Nam lần lượt là 28% và 23% YoY. Trong khi đó, doanh thu hoạt động logistics giảm 15% YoY. Lợi nhuận từ công ty LDLK tăng mạnh lên mức 227 tỷ (tăng 1,31 lần svck), đóng góp chủ yếu từ Gemalink. Cụ thể, BVSC ước tính LNST của Gemalink Q1/2025 đạt 245 tỷ, tăng mạnh từ mức 73,5 tỷ trong năm Q1/2024.

Với việc Tổng thống Trump đã tuyên bố tạm dừng việc áp dụng thuế 46%, cùng với việc miễn thuế đối ứng với smartphone, laptop sẽ là động lực tăng trưởng ngắn hạn với GMD. Trong Q2/2025, BVSC cho rằng hoạt động xuất nhập khẩu có thể tăng trưởng khi các doanh nghiệp sẽ đẩy mạnh việc sản xuất, xuất khẩu khi nhu cầu nhập khẩu tăng từ các đối tác nhằm đề phòng cho kịch bản biến động sau 90 ngày tới. Do đó, chúng tôi cho rằng quý 2 vẫn sẽ ghi nhận sản lượng tích cực, tuy nhiên sẽ không đột biến. Về 2H25, chúng tôi đánh giá hoạt động xuất/nhập khẩu của Việt Nam sẽ bị tác động tiêu cực.

Với kịch bản thận trọng, BVSC hạ ước tính hiệu suất sử dụng cảng của GMD cho năm 2025 và các năm tiếp theo so với ước tính trước đây để phản ánh hoạt động thương mại xuất nhập khẩu Việt Nam sẽ bị tác động tiêu cực bởi chính sách thuế của ông Trump. Năm 2024 và quý 1/2025, tỷ trọng hàng hóa đi Mỹ của các cảng Nam Đình Vũ và Gemalink lần lượt là 10% và 32%. Quý 1/2025, cảng Nam Đình Vũ (NDV) và Gemalink ghi nhận sản lượng lần lượt là 355 nghìn TEUs (+28% YoY) và 440 nghìn TEUs (+25% YoY).

BVSC ước tính hiệu suất sử dụng cảng NDV năm 2025 là 74% (1.184 nghìn TEUs, -12% YoY). Cảng Gemalink dự kiến chịu tác động trực tiếp, với hiệu suất 85% và sản lượng 1.275 nghìn TEUs (-28% YoY) trong năm 2025.

Định giá và khuyến nghị. BVSC ước tính doanh thu và LNST-CĐTS của GMD năm 2025 lần lượt là 4.161 tỷ (-13,9% YoY) và 1.187 tỷ (-18,6% YoY). Với kịch bản thận trọng, chúng tôi xác định mức giá hợp lý của GMD là **64.000 đồng/cp**, tương ứng với mức upside là +36,2%, duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM**. Là một trong những doanh nghiệp đầu ngành Cảng và Logistic với lợi thế cạnh tranh về các cảng chiến lược, nhà đầu tư có thể cân nhắc mua vào cổ phiếu GMD trong giai đoạn cổ phiếu đã chiết khấu sâu (-29% YTD). Thêm vào đó, hiện tại GMD đang giao dịch tại mức P/B forward 2025F là 1,5x, thấp hơn so với mức P/B trung bình 5 năm là 2,1x.

Rủi ro. Hoạt động xuất nhập khẩu và triển vọng vĩ mô thấp hơn kỳ vọng; Rủi ro thuế quan cao hơn kỳ vọng; Các dự án mở rộng cảng chậm hơn kỳ vọng.

Kết quả kinh doanh Quý 1/2025

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	Q1/2024	Q1/2025	% yoy	Diễn giải
Doanh thu thuần	1.006	1.277	27,0%	
Cảng	845	1.138	35,0%	- Tổng sản lượng thông qua các cảng của GMD ở miền Bắc tăng 28%, nhờ vào (1) Hoạt động xuất/nhập khẩu tăng trưởng tốt trong quý 1; (2) Đón nhận tệp khách hàng từ cảng NHĐV và Nam Hải; và (3) Công trình nạo vét kênh Hà Nam hoàn thành vào cuối tháng 07/2024 giúp NHĐV thu hút thêm khách hàng. - Sản lượng thông qua của khối cảng miền Nam và miền Trung cũng tăng lần lượt là 23% YoY và 40%.
Logistics, khác	163	139	-14,8%	
Lợi nhuận gộp	441	562	27,4%	
Chi phí SG&A	-149	-212	41,6%	
Thu nhập tài chính	354	29	-91,7%	Trong quý 1/2024, GMD đã thực hiện thoái vốn tại cảng Nam Hải và thu về được hơn 300 tỷ.
Chi phí tài chính	-39	-29	-26,7%	
Lãi/lỗ khác	4	5	41,9%	
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	98	227	131,9%	Gemalink: với sản lượng thông qua cảng là 440 nghìn TEUs (+25% YoY), LNST đạt 245 tỷ trong quý 1/2025, tăng mạnh từ mức 73,5 tỷ svck, tương ứng đóng góp 159 tỷ vào GMD.
LNTT	708	583	-17,6%	
LNST-CĐTS	559	403	-19,6%	
LNST-CĐTS cốt lõi	294	403	37,0%	
Biên gộp chung	43,8%	44,0%		
Cảng	43,2%	44,1%		
Logistics, khác	47,3%	43,3%		

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2025 và 2026

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	Diễn giải
Doanh thu thuần	4.832	4.161	4.552	
% YoY	25,7%	-13,9%	9,4%	
Cảng	4.201	3.441	3.710	- Cảng Nam Đình Vũ là động lực tăng trưởng cho mảng khai thác Cảng của GMD nhờ vào (1) Đón nhận tệp khách hàng từ cảng NHĐV và Nam Hải; (2) Duy trì lợi thế cạnh tranh riêng về vị trí địa lý và ASP để thu hút khách hàng; và (3) Mở rộng công suất khai thác. - Với kịch bản thận trọng, BVSC hạ ước tính hiệu suất sử dụng cảng của GMD cho năm 2025 để phản ánh hoạt động thương mại xuất nhập khẩu Việt Nam sẽ bị tác động tiêu cực bởi chính sách thuế của ông Trump.
%YoY	44,4%	-18,1%	7,8%	
Logistics, khác	632	720	842	
%YoY	-32,6%	14,0%	17,0%	
Lợi nhuận gộp	2.162	1.780	1.893	
%YoY	21,6%	-17,7%	6,4%	
Chi phí SG&A	816	719	770	
Thu nhập tài chính	418	188	161	Không còn khoản thu nhập bất thường từ hoạt động thoái vốn cảng.
Chi phí tài chính	(150)	(145)	(166)	
Lãi/lỗ khác	(349)	-	-	Việc ghi nhận hoàn nhập dự phòng cho các khoản trích lập của năm 2024 vào KQKD năm 2025 là chưa chắc chắn, do đó chúng tôi không ước tính đưa vào.

Báo cáo cập nhật GMD

Lãi/lỗ từ công ty LDLK	816	599	594	- Gemalink: BVSC ước tính LNST đạt 468 tỷ trong năm 2025. Đóng góp 305 tỷ vào GMD. - SCS: BVSC ước tính LNST ước tính đạt 666 tỷ trong năm 2025, đóng góp 243 tỷ vào GMD.
LNTT	2.080	1.702	1.712	
LNST-CĐT	1.459	1.187	1.193	
LNST-CĐT cốt lõi	1.468	1.187	1.193	
%YoY	76,9%	-19,1%	0,5%	
Biên gộp chung	44,7%	42,8%	41,6%	
Cảng	46,8%	45,2%	43,5%	Năm 2026 sẽ đưa vào khai thác GD3 cảng NĐV, do đó, chi phí khấu hao tăng dẫn tới biên LNG giảm.
Logistics, khác	31,1%	31,1%	33,1%	

Dự phóng sản lượng thông qua các cảng năm 2025 sau khi đã phản ánh việc áp thuế đối ứng của Mỹ lên Việt Nam

Với việc Tổng thống Trump đã tuyên bố tạm dừng việc áp dụng thuế 46%, cùng với việc miễn thuế đối ứng với smartphone, laptop sẽ là động lực tăng trưởng ngắn hạn với GMD. Trong Q2/2025, BVSC cho rằng hoạt động xuất nhập khẩu sẽ tăng trưởng khi các doanh nghiệp sẽ đẩy mạnh việc sản xuất, xuất khẩu khi nhu cầu nhập khẩu tăng từ các đối tác nhằm đề phòng cho kịch bản biến động sau 90 ngày tới. Do đó, chúng tôi cho rằng quý 2 vẫn sẽ ghi nhận sản lượng tích cực, tuy nhiên sẽ không quá mạnh mẽ như giai đoạn quý 4/2024 và quý 1/2025. Về 2H25, chúng tôi đánh giá hoạt động xuất/nhập khẩu của Việt Nam vẫn sẽ bị tác động tiêu cực.

Với kịch bản thận trọng, BVSC hạ ước tính hiệu suất sử dụng cảng của GMD cho năm 2025 và các năm tiếp theo so với ước tính trước đây để phản ánh hoạt động thương mại xuất nhập khẩu Việt Nam sẽ bị tác động tiêu cực bởi chính sách thuế của ông Trump. Chi tiết như sau:

Ước tính sản lượng thông qua các cảng của GMD trước và sau khi có thông tin Mỹ áp thuế đối ứng lên Việt Nam, trong bối cảnh kịch bản mức thuế dao động trong mức 10%-46%.

(Đvt: nghìn TEUs)	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2025 trước áp thuế	Điều chỉnh so với dự báo trước	Nhận xét
Nam Đình Vũ				
Sản lượng thông qua	1.184	1.408	-16%	- Quý 1/2025, cảng NĐV ghi nhận sản lượng thông quan là 355 nghìn TEUs (+28% YoY). - Với tỷ trọng hàng hóa đi Mỹ là 10% và tình hình cạnh tranh gay gắt hơn tại khu vực Hải Phòng, chúng tôi điều chỉnh giảm 16% sản lượng so với ước tính trước khi áp thuế. - Cụ thể, với kỳ vọng sẽ có đợt nhập hàng trong quý 2/2025, NĐV có thể ghi nhận mức sản lượng thông qua cảng là 302 nghìn TEUs. Trong 2H25, chúng tôi dự phóng sản lượng là 527 nghìn TEUs, giảm 20% so với 1H25.
Hiệu suất sử dụng cảng	74%	88%	-14%	- Theo đó, hiệu suất sử dụng cảng của NĐV năm 2025 là 74%, tương ứng với sản lượng thông qua cảng đạt 1.184 nghìn TEUs. Khi so sánh với dữ liệu quá khứ, hoạt động XNK năm 2023 suy giảm so với 2022, tuy nhiên, GMD vẫn có thể duy trì được mức hiệu suất tại mức 75%.

Gemalink				
Sản lượng thông qua	1.275	1.450	-12%	- Quý 1/2025, cảng Gemalink ghi nhận sản lượng 440 nghìn TEUs (+25% YoY). - Với 30% hàng hóa của cảng này xuất trực tiếp đi thị trường Mỹ, chúng tôi đánh giá cảng Gemalink sẽ bị tác động trực tiếp. Tuy nhiên, với kỳ vọng sẽ có đợt nhập hàng trong quý 2/2025, chúng tôi điều chỉnh cả năm 2025 sản lượng chỉ giảm 12% so với ước tính trước khi áp thuế.
Hiệu suất sử dụng cảng	85%	97%	-12%	- Cụ thể, Gemalink có thể ghi nhận mức sản lượng thông qua cảng là 335 nghìn TEUs trong quý 2/2025. Trong 2H25, chúng tôi dự phóng sản lượng là 500 nghìn TEUs, giảm 35% so với 1H25. - Theo đó, cho năm 2025, hiệu suất sử dụng cảng Gemalink là 85%, với sản lượng là 1.275 nghìn TEUs.
Cảng Phước Long và Bình Dương				
Sản lượng thông qua	945	1.143	-17%	Đối với cảng Phước Long và Bình Dương, sản lượng của cảng PIP/BD sẽ tỷ lệ thuận với volume của GML vì đây là cảng cạnh phục vụ các services (thông quan) và logistic (xe tải, sà lan) đến các trạm chứa container hàng hóa cho Gemalink, do đó, chúng tôi cũng điều chỉnh giảm sản lượng hàng hóa thông qua 2 cảng này.
Hiệu suất sử dụng cảng	105%	127%	-22%	

Chi tiết giả định sản lượng thông quan các cảng giai đoạn 2025-2026

Nam Đình Vũ có tỷ lệ hàng đi Mỹ thấp, được hỗ trợ bởi các lợi thế cạnh tranh

BVSC kỳ vọng sản lượng khai thác năm 2025 của NĐV đạt 1,2 triệu TEUs (-12% YoY). Năm 2026, Nam Đình Vũ GD 3 sẽ được đưa vào hoạt động toàn bộ công suất, BVSC ước tính sản lượng thông qua cảng là 1,3 triệu TEUs (+10% YoY). Mặc dù sự cạnh tranh sẽ càng gay gắt và năm 2024 là mức nền cao và các rủi ro về thuế quan, BVSC cho rằng NĐV có thể đạt được ước tính như trên nhờ vào:

Nhận tệp khách hàng từ cảng NHHV và Nam Hải. Năm 2024, sản lượng thông qua cảng miền Bắc của GMD tăng 26,4% YoY, với cảng Nam Đình Vũ đạt gần 1,4 triệu TEUs, tăng 50% YoY. Sau khi đã bán cảng Nam Hải (Q1/2024) và NHHV (Q2/2023), cảng Nam Đình Vũ đã nhận được tệp khách hàng từ 2 cảng trên, kết hợp với hồi phục xuất khẩu đã khiến cho sản lượng tăng trưởng tốt.

Ngoài ra, khi so sánh với các cảng trong khu vực, cảng Nam Đình Vũ có mức tăng sản lượng khai thác năm 2024 mạnh hơn (+49,7% YoY) so với cảng khác như cảng nước sâu Tân Cảng Lạch Huyện HITC (+26,1% YoY), Đình Vũ (+16,6%), Hải An (+6,5%), VIP Green Port (-7,0% YoY). Điều này thể hiện rằng ngoài vị trí chiến lược, cảng Nam Đình Vũ cũng có năng lực thực thi mạnh mẽ hơn.

Duy trì lợi thế về vị trí địa lý và ASP để thu hút khách hàng. Quý 2/2025, bến 3-6 Lạch Huyện đi vào hoạt động sẽ gây ra sự cạnh tranh gia tăng, một số tuyến của hãng tàu MSC được cho là sẽ chuyển sang khai thác tại cảng Lạch Huyện. Tuy nhiên, theo chia sẻ của GMD, tệp khách hàng của bến cảng nước sâu Lạch Huyện và cảng sông NĐV là khác nhau. Cụ thể, NĐV sẽ tập trung vào các tàu container size nhỏ hơn và khai thác tuyến nội Á truyền thống (50% hàng xuất đi Trung Quốc), do đó, ASP sẽ thấp hơn cảng nước sâu Lạch Huyện. Thêm vào đó, công trình

nạo vét luồng kênh Hà Nam đã hoàn thành cuối tháng 07/2024 giúp NĐV có thể tiếp nhận tàu có tải trọng lên đến 48.000 DWT, mang tới lợi thế cạnh tranh cho cảng NĐV.

Mở rộng công suất khai thác. Trong tháng 02/2025, GMD đã hoàn tất mua 49% cổ phần tại CTCP Dịch vụ cảng Hải Minh. Theo chia sẻ từ GMD, CTCP Hải Minh có hoạt động kinh doanh chính là khai thác cảng depot, có thể giúp cảng NĐV mở rộng công suất thêm 200.000 TEUs. Thêm vào đó, theo chia sẻ của GMD, NĐV giai đoạn 3 đã có thể khai thác một phần vào quý 4/2025. Do đó, chúng tôi ước tính tổng công suất của NĐV năm 2025 là 1,6 triệu TEUs (+33% YoY).

Cảng Gemalink có tỷ lệ hàng xuất sang Mỹ cao, sẽ bị ảnh hưởng đáng kể

Sản lượng thông qua cảng Gemalink năm 2024 đạt 1,8 triệu TEUs (+75% YoY). BVSC đánh giá sản lượng thông qua của Gemalink tăng tốt trong năm 2024 nhờ vào (1) nhu cầu restocking tại các thị trường chính như Mỹ và châu Âu hỗ trợ hoạt động xuất khẩu; và (2) tình trạng tắc nghẽn tại các cảng lớn trong khu vực khiến cho các tàu có xu hướng chuyển dịch một phần sang cảng Việt Nam.

Do đó, với năm 2025, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thông qua cảng Gemalink chỉ đạt 1,28 triệu TEUs (-28% YoY) do (1) Thiếu yếu tố đột biến nguồn hàng ad-hoc từ việc không còn sự kiện tắc nghẽn tại khu vực cảng Singapore; và (2) Tình hình xuất khẩu hàng hóa của Việt Nam sang thị trường Âu Mỹ có nhiều biến số trong bối cảnh chính sách thuế của chính quyền Trump 2.0.

Thêm vào đó, tỷ lệ thuế nhập khẩu hàng đi Mỹ của Gemalink giảm từ 30% xuống 20% vào tháng 4/2025. Cụ thể, Gemalink có thêm 3 services mới đi Mỹ, làm giảm tỷ trọng hàng đi Mỹ trong tổng sản lượng. Tuy nhiên, tổng sản lượng vẫn tăng. Theo Ban lãnh đạo chia sẻ, việc này đã được lên kế hoạch từ trước, không phải do đoán trước về thuế.

BVSC cho rằng Gemalink GD 2A (dự kiến vận hành vào năm 2026 giúp Gemalink nâng công suất lên 2 triệu TEUs), và 2B (dự kiến đưa vào hoạt động năm 2028, nâng công suất cảng lên 3 triệu TEUs) sẽ đạt được hiệu suất sử dụng cảng 65% và duy trì mức 65-70% các năm tiếp theo, thấp hơn khoảng 10% so với ước tính trước việc áp thuế của Mỹ, nhờ vào:

- Vị thế dẫn đầu về thị phần tại khu vực Cái Mép – Thị Vải với thị phần hơn 34% và hiệu suất sử dụng cảng ở mức cao so với các cảng nước sâu còn lại trong khu vực, mặc dù chỉ mới đưa vào hoạt động năm 2021. Điều này cho thấy năng lực của Gemalink trong việc vận hành cảng và ưu thế về mặt vị trí địa lý. Ngoài ra, việc liên doanh với hãng tàu CMA CGM (50% thị phần) cũng sẽ giúp Gemalink ổn định nguồn cầu cho GD 2A và 2B.
- Nguồn cung dự kiến sẽ ít cạnh tranh hơn so với khu vực Lạch Huyện – Hải Phòng trong bối cảnh các dự án về cảng Cần Giờ vẫn cần thời gian để triển khai, ít nhất trong 3-5 năm tới.

Cảng Phước Long và Bình Dương (PIP/BDP)

Sản lượng thông qua qua cảng PIP/BDP năm 2024 đạt 1,3 triệu TEUs. Là cảng cận phục vụ các services (thông quan) và logistic (xe tải, sà lan) đến các trạm chứa container hàng hóa cho Gemalink, BVSC kỳ vọng trong tương lai sản lượng thông quan qua cảng PIP/BDP sẽ tỷ lệ thuận với tốc độ tăng trưởng của cảng Gemalink và duy trì sản lượng thông quan đạt từ 1,1–1,2 triệu TEUs mỗi năm.

	2024	2025F	2026F	2027F
Cụm cảng Hải Phòng				
Doanh thu (tỷ đồng)	2.007	1.817	2.054	2.279
Sản lượng thông quan (nghìn TEUs)	1.654	1.454	1.596	1.719
Tăng trưởng sản lượng (YoY)	17,5%	-12,1%	9,8%	7,7%
Cảng Dung Quất				
Doanh thu (tỷ đồng)	113	107	108	109
Sản lượng thông quan (triệu tấn)	2,2	2,1	2,1	2,1
Tăng trưởng sản lượng (YoY)	44%	-6%	0%	0%
Cảng Phước Long và Bình Dương				
Doanh thu (tỷ đồng)	2.081	1.517	1.547	1.593
Sản lượng thông quan (nghìn TEUs)	1.309	945	954	963
Tăng trưởng sản lượng (YoY)	42%	-28%	1%	1%
Gemalink				
Doanh thu (tỷ đồng)	2.053	1.546	1.624	1.801
Sản lượng thông quan (nghìn TEUs)	1.779	1.275	1.300	1.400
Tăng trưởng sản lượng (YoY)	74%	-28%	2%	8%

Tình hình đầu tư mở rộng cảng Nam Đình Vũ GĐ 3 và Gemalink GĐ 2A, 2B

Cảng Nam Đình Vũ GĐ3 dự kiến khai thác một phần vào năm 2025, và toàn bộ vào 2026

Chúng tôi cho rằng dự án Nam Đình Vũ GĐ 3 dự kiến hoàn thành trong năm 2025 và đưa vào khai thác trong năm 2026, với tổng vốn đầu tư khoảng 2.800 tỷ đồng. Khi hoàn thành, tổng công suất của cụm cảng Nam Đình Vũ sẽ đạt 2 triệu TEUs, tăng 67% so với công suất hiện tại.

Cảng Gemalink GĐ 2 và 3 dự kiến đưa vào hoạt động vào năm 2026 và 2028

Theo chia sẻ của GMD, cảng Gemalink đang hoàn thiện các thủ tục liên quan, thu xếp vốn để triển khai xây dựng, sẵn sàng đưa giai đoạn 2A vào khai thác từ năm 2026. Cụ thể, BVSC ước tính 60% tổng vốn đầu tư sẽ được tài trợ bằng nợ vay.

	CAPEX	Công suất tăng thêm (nghìn TEUs)	Thời gian khởi công	Khai thác
Nam Đình Vũ GĐ 3	2.800 tỷ đồng	600	Quý 4/2024	Quý 4/2025
Gemalink GĐ 2				
Giai đoạn 2A	150 triệu USD	500	2025	2026
Giai đoạn 2B	200 triệu USD	1.000	2027	2028

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi định giá GMD dựa trên phương pháp SOTP (Sum-of-the-Parts) vì công ty hoạt động theo mô hình tập đoàn đa ngành và có sự đóng góp lớn từ công ty liên doanh, liên kết. BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** cho GMD với giá mục tiêu được nâng là **64.000 đồng/cp**. Chi tiết định giá như sau:

Mảng hoạt động (Đvt: Tỷ đồng)	Phương pháp	Giá trị	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị đóng góp
Cảng và logistics hợp nhất	DCF	14.900	100%	14.900
SCS	DCF	6.660	36%	2.426
Cao su	P/B	1.324	100%	1.324
Gemalink	DCF	11.571	65%	7.536
Công ty liên doanh logistics (*)	P/E	831	49,1%-51,0%	416
Khác (**)	Giá trị sổ sách	284	100%	284
Tổng giá trị vốn CSH				26.885
Số lượng cổ phiếu (triệu cp) (***)				420
Giá mục tiêu (đồng/cp)				64.000
Upside				+36,2%
P/E 2025F				16,6x
P/B 2025F				1,5x
P/E 2026F				16,5x
P/B 2026F				1,4x

(*) Giả định tỷ lệ sở hữu trung bình là 50%.

(**) Vì những thông tin về mảng bất động sản vẫn còn hạn chế, chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách của mảng này.

(**) Đã điều chỉnh cho số lượng cổ phiếu ESOP phát hành vào tháng 03/2025.

Định giá mảng Cảng và logistic hợp nhất

Đối với hoạt động khai thác cảng và logistic hợp nhất, chúng tôi ước tính LNST-CĐTS tăng trưởng là CAGR 4,5% (so với ước tính trước thuế là 8%) giai đoạn 2024-2029F, với cảng Nam Đình Vũ sẽ là động lực tăng trưởng nhờ vào (1) Đón nhận tệp khách hàng từ cảng NHĐV và Nam Hải; (2) Duy trì lợi thế cạnh tranh riêng về vị trí địa lý và ASP để thu hút khách hàng; và (3) Mở rộng công suất khai thác. Với ước tính này, chúng tôi cũng đã tương đối thận trọng phản ánh tình hình cạnh tranh gay gắt tại khu vực Hải Phòng.

Định giá cảng Gemalink

BVSC ước tính LNST-CĐTS tăng trưởng CAGR 12,8% (so với ước tính trước là 15%) giai đoạn 2024-2029F. Với phương pháp DCF, chúng tôi xác định giá trị của cảng Gemalink là 11.570 tỷ. Chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hợp lý cho cảng Gemalink nhờ vào (1) vị thế thị phần số 1 tại khu vực BR-VT và ít cạnh tranh hơn so với khu vực Lạch Huyện; và (2) Mức giá dịch vụ bốc dỡ thấp hơn bình quân khu vực. Thêm vào đó, khi sử dụng mức EV/EBITDA mục tiêu là 12,5x, tương đương với định giá các cảng nước sâu tại khu vực, giá trị doanh nghiệp của cảng Gemalink cũng xấp xỉ mức 11.116 tỷ.

Bảng so sánh các công ty cùng ngành trong khu vực châu Á

Tên công ty	BBG Ticker	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu (triệu USD)	Doanh thu CAGR 3 năm (%)	LNST TTM (triệu USD)	Biên LNG (%)	P/E (x)	EV/ EBITDA (x)	P/B (x)	ROE (%)
Trung vị		2.003	1.438	4,99	196	41,17	13,53	13,50	1,53	11,66
Gemadep Corp	GMD VN	745	193	15,29	39	44,19	12,42	14,87	1,53	13,02
China Merchants Port	144 HK	6.787	1.518	0,18	1.063	46,41	6,65	13,50	0,51	7,69
Cosco Shipping Ports Ltd	1199 HK	2.003	1.503	7,85	310	27,73	6,27	-	0,33	5,28
Hutchison Port Holdings	HPHT SP	1.211	1.438	-4,71	83	67,92	14,44	6,56	0,38	2,57
Shanghai International	600018 CH	17.502	5.294	3,65	1.910	35,50	8,51	-	0,95	11,66
Westports Holdings Bhd	WPRTS MK	3.399	513	5,09	196	61,58	16,70	11,27	3,93	24,48
Intl Container Term Svcs	ICT PM	12.602	2.740	13,82	832	-	15,29	9,41	8,06	52,50
Sai Gon Port Jsc	SGP VN	202	44	-7,55	6,65	29,38	30,59	28,69	1,90	6,28
Port Of Hai Phong Jsc	PHP VN	422	103	4,99	23,59	38,14	13,53	13,67	1,97	15,32

Bảng tổng hợp thay đổi trong ước tính định giá các mảng

(Đvt: tỷ đồng)	04/2025	03/2025	Chênh lệch	
Cảng và logistics hợp nhất	14.900	17.644	-2.745	- Chủ yếu do điều chỉnh giảm hiệu suất sử dụng cảng NDV và PIP&BDP do tác động tiêu cực từ chính sách thuế quan của Mỹ lên xuất nhập khẩu Việt Nam.
SCS	6.660	7.359	-699	- BVSC điều chỉnh giảm ước tính LNST của SCS cho năm 2025.
Cao su	1.324	1.854	-530	- Giảm P/B target của mảng cao su xuống 1,0x.
Gemalink	11.571	13.295	-1.725	- Chủ yếu giảm hiệu suất sử dụng cảng giai đoạn 2026-2033 để phản ánh (1) conservative hơn trong bối cảnh chính sách thuế quan của Mỹ có thể ảnh hưởng tới hoạt động xuất nhập khẩu; và (2) có thể dự án Cần Giờ được triển khai.
Công ty liên doanh logistics	831	1.219	-388	- 2 công ty LDLK là CJ Logistic và CJ GMD Shipping lần lượt ghi nhận LNST giảm so với 2023. Trong 2H24, GMD có phát sinh các khoản chi phí dự phòng bất thường liên quan đến mảng vận tải, có thể cũng liên quan đến hoạt động của CJ Shipping. Do đó, BVSC kỳ vọng năm 2025 sẽ không xuất hiện các khoản dự phòng, ước tính LNST 2025 đạt 27 tỷ. Đối với mảng logistic, kỳ vọng LNST năm 2025 sẽ đi ngang svck.
				- Giảm P/E target của mảng logistic xuống 8x.
Khác	284	284	0	
Tổng giá trị vốn CSH	35.570	41.656	-6.086	

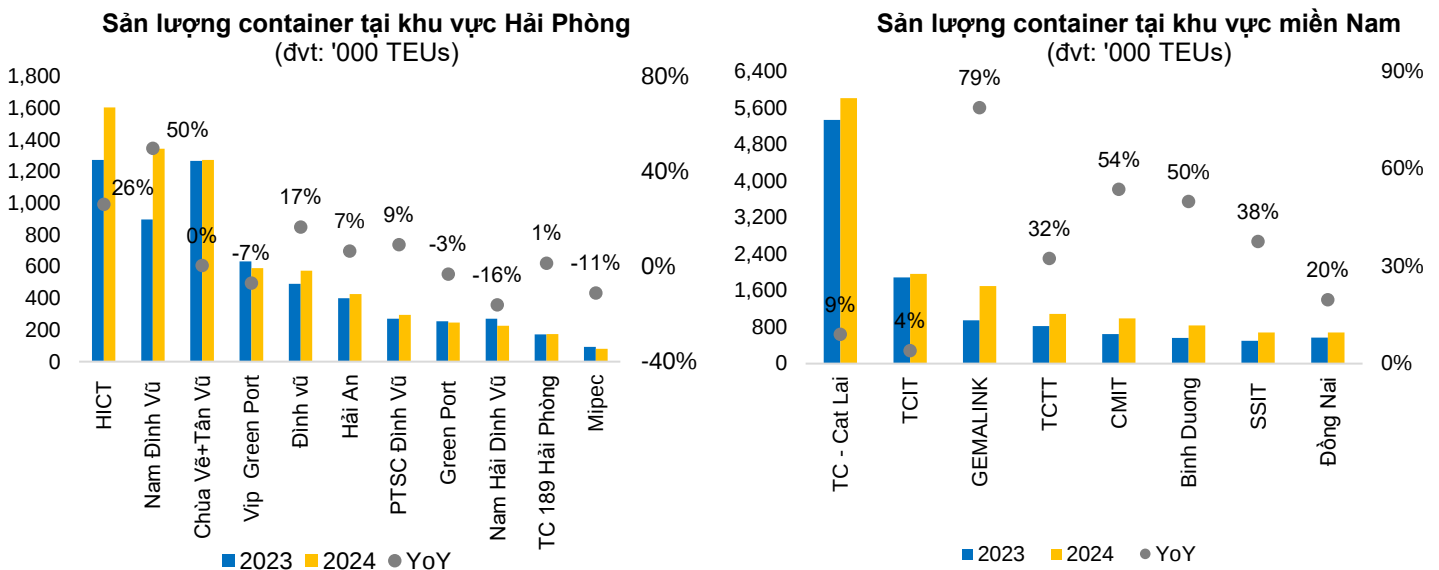
Phụ lục: Nhận định thị trường

Sản lượng thông quan tại các cảng tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2024 từ mức nền thấp

Ngành Cảng biển có một năm 2024 phục hồi cùng với ngành Xuất/nhập khẩu của Việt Nam và triển vọng thương mại toàn cầu.

Sản lượng thông quan của miền Bắc tăng 17% YoY, đóng góp chủ yếu bởi các cảng có vị trí nằm phía ngoài cầu Bạch Đằng - Hải Phòng. Đặc biệt, cảng nước sâu HITC tại Lạch Huyện tăng trưởng hơn 26% YoY, Nam Đình Vũ tăng hơn 50%.

Tại khu vực miền Nam, khu vực cảng TP. HCM tăng trưởng 10% YoY, trong khi đó, các cảng nước sâu tại khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu cũng ghi nhận sản lượng thông quan rất tốt, tăng 34% YoY. Đặc biệt, cảng Gemalink có mức tăng 34% YoY. Điều này được giải thích bởi (1) các cảng này là nơi hàng hóa chủ yếu xuất đi châu Âu và Mỹ; và (2) tại thời điểm cuối Q2.2024 xuất hiện tình trạng tắc nghẽn ở cảng Singapore, có lợi cho các cảng nước sâu ở Việt Nam khi các tàu container có xu hướng chuyển dịch sang các cảng khác trong khu vực.



Nguồn: VPA, BVSC tổng hợp

Kịch bản xuất nhập khẩu với việc thay đổi trong chính sách thương mại của Mỹ 2025

Mỹ thông báo về thuế đối ứng vào ngày 02/04/2025 tới với nhiều quốc gia và đối tác. Hiện tại, Mỹ là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam, chiếm khoảng 29,5% thị phần xuất khẩu 2024. Do đó thay đổi chính sách thương mại của Mỹ sẽ có ảnh hưởng tới triển vọng xuất khẩu của Việt Nam.

Xuất khẩu của Việt Nam có tỷ trọng lớn vào thị trường Mỹ, nhưng Việt Nam có đa dạng các đối tác. Trong ngắn hạn, sự sụt giảm xuất khẩu sang thị trường lớn nhất này sẽ tác động tiêu cực tới triển vọng xuất khẩu, cũng như tăng trưởng kinh tế của Việt Nam. Tuy nhiên, việc

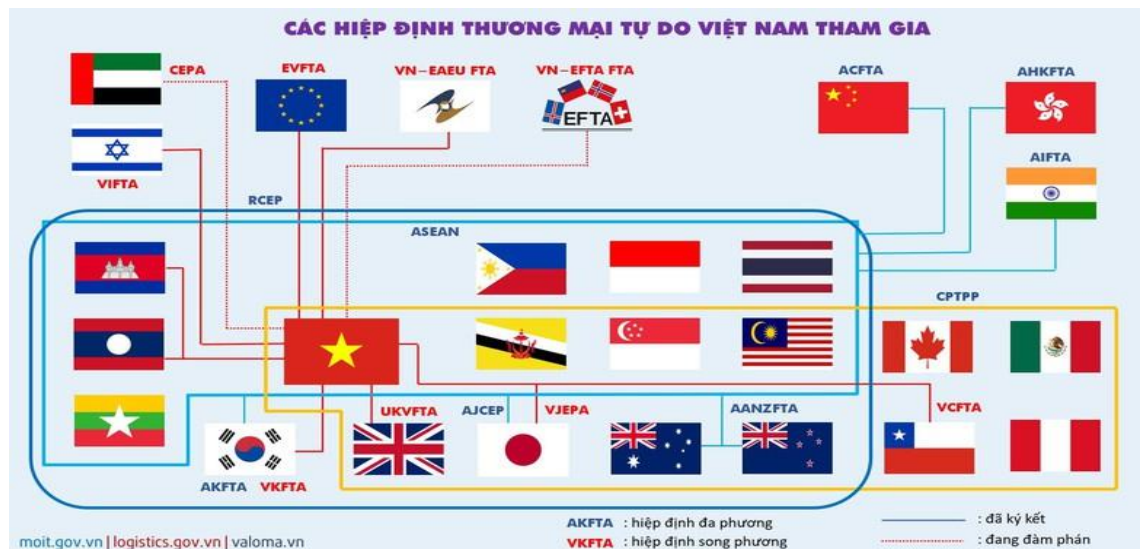
Việt Nam tham gia số lượng lớn các FTA (17 FTA) là nền tảng quan trọng giúp Việt Nam có khả năng điều chỉnh cơ cấu thị trường và duy trì động lực xuất nhập khẩu trung – dài hạn.

Kịch bản cơ sở, khi Việt Nam có thể đàm phán với Mỹ trong 90 ngày tới, Mỹ áp thuế 25% (mức thuế cao nhất hiện nay Mỹ đang áp lên các mặt hàng, ngoại trừ hàng hóa xuất xứ Trung Quốc) lên những mặt hàng có thể mạnh và muốn mang sản xuất trở lại nước Mỹ (chất bán dẫn, ô tô) và giữ nguyên mức thuế 10% với những mặt hàng Mỹ không có lợi thế (dệt may, giày dép, thủy sản, nội thất), xuất khẩu sẽ tăng nhanh trong quý 2 nhưng giảm trở lại khoảng 18 tỷ USD trong 2 quý cuối cùng của năm nay. Trong kịch bản này, xuất khẩu cả năm 2025 sẽ tăng xấp xỉ 2% YoY (so với mức 10,7% ghi nhận trong quý đầu năm).

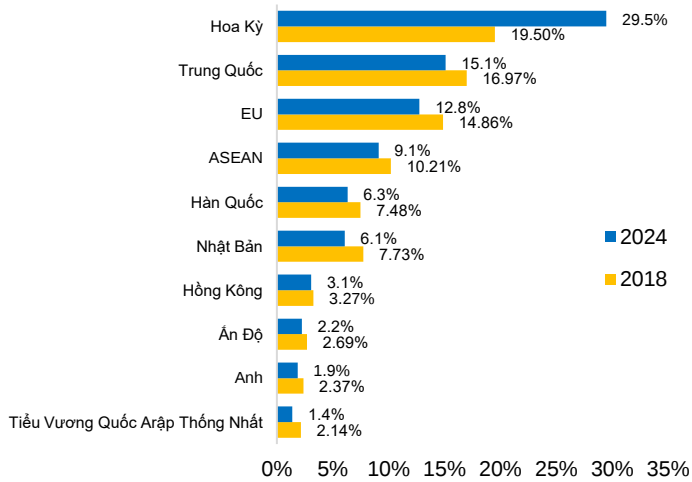
Kịch bản thuế đối ứng 46% được áp dụng sau 90 ngày, xuất khẩu của Việt Nam tăng trưởng nhanh hơn trong quý 2 (dự báo 14%), nhưng sẽ giảm sút trong nửa cuối năm, qua đó sụt giảm 1% YoY trong cả năm 2025.

Kịch bản tích cực, Mỹ áp thuế 10% lên những mặt hàng có thể mạnh và đưa thuế nhập khẩu những mặt hàng không có lợi thế về 0%, xuất khẩu dự báo ghi nhận tăng trưởng 4-5% trong cả năm 2025.

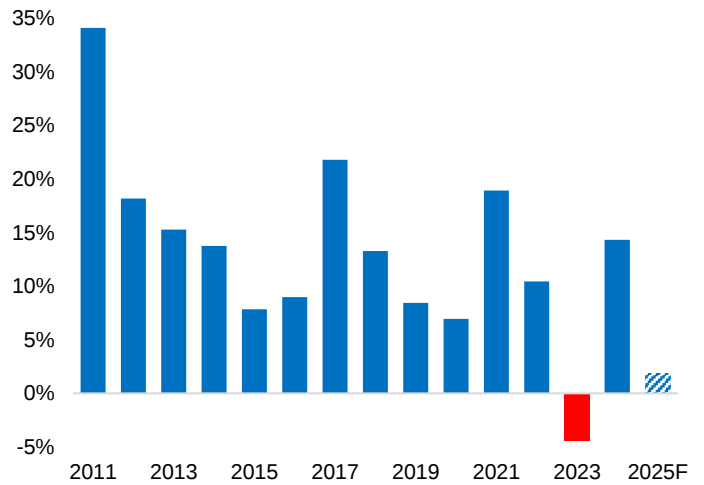
Tuy nhiên, kể cả trong kịch bản cơ sở và kịch bản xấu, việc Việt Nam tham gia số lượng lớn các FTA là nền tảng quan trọng để phân tán rủi ro thị trường. Các hiệp định như CPTPP, EVFTA và RCEP mở ra dư địa tăng trưởng tại EU, ASEAN, Nhật Bản và Trung Đông, giúp Việt Nam có khả năng điều chỉnh cơ cấu thị trường và duy trì đà xuất khẩu trung – dài hạn.



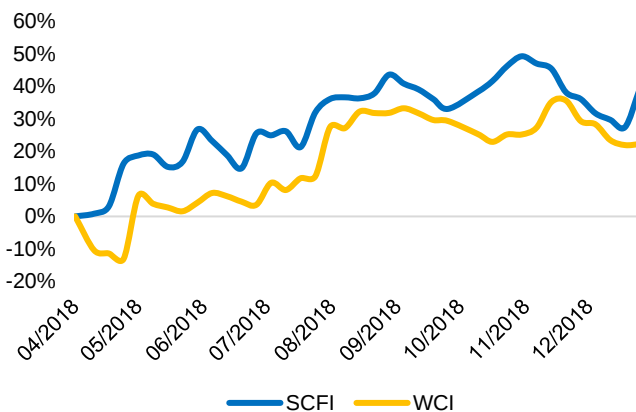
Tỷ trọng xuất khẩu vào một số thị trường



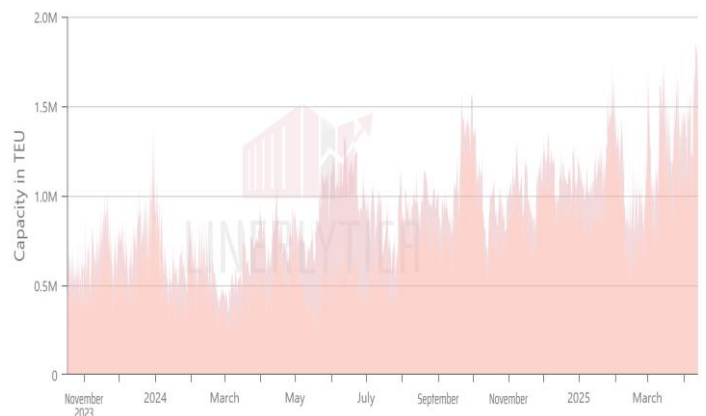
Tăng trưởng xuất khẩu so với cùng kỳ hàng năm



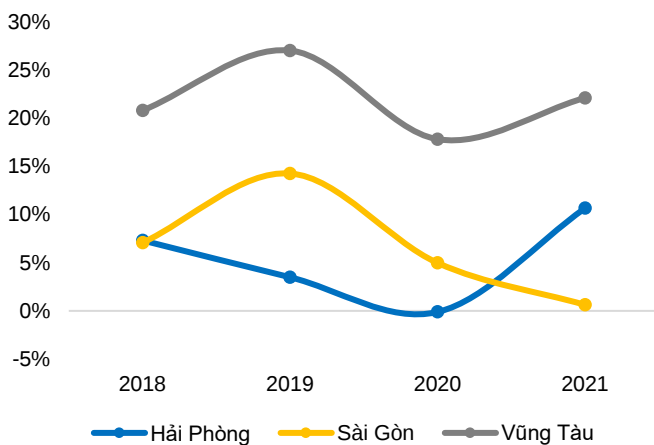
Tăng trưởng của giá cước container sau khi ông Trump thông báo chính sách thuế trong quá khứ



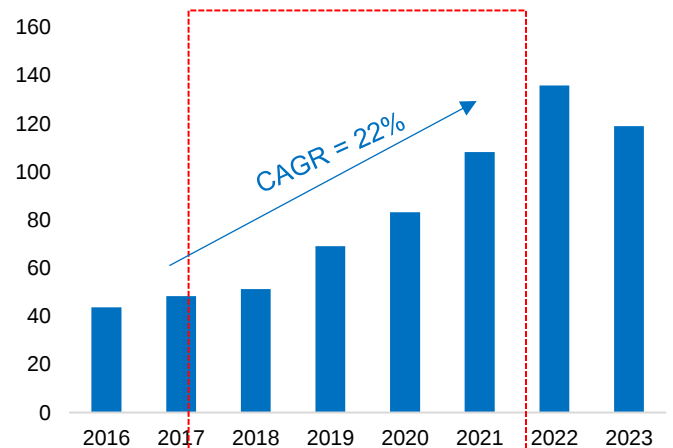
Chỉ số tắc nghẽn cảng biển tại khu vực Đông Nam Á và Châu Á



Tốc độ tăng sản lượng thông qua cảng của các khu vực



Giá trị xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ (đvt: tỷ USD)



Dự án Cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ

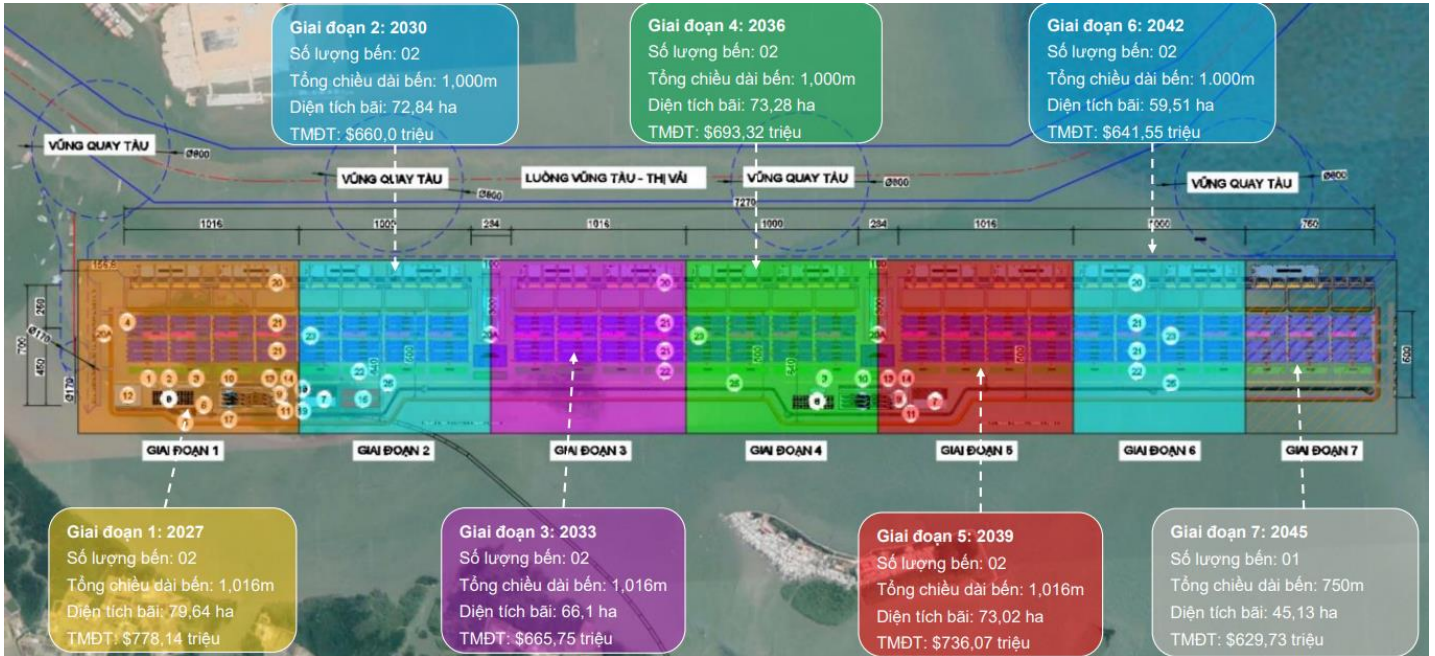
Cảng quốc tế Cần Giờ là một trong những dự án trọng điểm của SGP trong tương lai. Dự kiến được xây dựng tại Cù lao Phú Lợi, huyện Cần Giờ, TP. HCM. Dự án sẽ được triển khai trong 22 năm chia thành 7 giai đoạn, hoàn thành xây dựng và đưa vào vận hành vào năm 2045. Hai đơn vị trong liên danh đề xuất Dự án gồm CTCP Cảng Sài Gòn (SGP) và Terminal Investment Limited Holding S.A-TIL là đơn vị thành viên của hãng tàu biển lớn bậc nhất thế giới MSC.

Chúng tôi đánh giá cảng Cần Giờ sẽ cần 3–5 năm tiếp theo để triển khai do (1) hiện tại vẫn chưa thông qua pháp lý; và (2) dự kiến chi phí xây dựng cảng Cần Giờ rất cao, với tổng vốn đầu tư khoảng 129 nghìn tỷ đồng, tương đương 5,4 tỷ USD, tài trợ bởi 70% nợ vay sẽ gây ra áp lực tài chính rất lớn. Giai đoạn 1 dự kiến hoàn thiện vào năm 2027 với tổng chiều dài là 1.016m, diện tích bãi là 79,6ha, công suất dự kiến 2 triệu TEUs, vốn đầu tư là 778 triệu USD. Trong khi đó, giai đoạn 1 của Gemalink có chiều dài 800m, diện tích bãi là 33 ha, công suất khai thác là 1,5 triệu TEUs, tuy nhiên, Gemalink có vốn đầu tư là 330 mn USD.

Ngoài ra, cảng Cần Giờ cũng đang thiếu nhiều cơ sở hạ tầng để thu hút khách hàng từ Singapore, Hong Kong. Cụ thể là TP. HCM không còn nhiều quỹ đất để có thể mở rộng khu vực hậu cần như khu phi thuế quan, ICD, Depot. Trong Đề án phát triển trung tâm logistic TP. HCM có 7 trung tâm logistic nhưng không có trung tâm logistic nào được quy hoạch phục vụ cảng Cần Giờ. Nếu phát triển cảng Cần Giờ, thành phố cần phải tìm kiếm, bố trí quỹ đất, điều chỉnh lại quy hoạch phù hợp cho các khu vực hậu cần này. Thêm vào đó, hệ thống kết nối giao thông đường bộ kết nối TP. HCM và cảng Cần giờ vẫn chưa có, do đó, đến năm 2030 vẫn hoàn toàn sử dụng hệ thống đường thủy. Để kết nối, TP. HCM cần phải kết nối đường Rừng Sác với cù lao Phú Lợi, bao gồm một cầu sông Lòng Tàu với tĩnh không 55m. Hệ thống phương án cấp điện và cấp nước tại khu vực này cũng chưa hoàn thiện và TP. HCM đang đề xuất nghiên cứu phương án nguồn điện gió và trình lên Quốc hội.

Hiện tại, hiệu suất sử dụng cảng trung bình tại khu vực Bà Rịa - Vũng Tàu chỉ mới đạt 70%, nghĩa là nguồn cung vẫn tương đối dư. Ngoài ra, còn các vấn đề liên quan đến hệ sinh thái và tác động tới môi trường, vì Cần Giờ là một khu dự trữ sinh thái quan trọng.

Tính tới tháng 01/2025, dự án Cảng Cần Giờ đã nhận được chấp thuận chủ trương đầu tư Dự án bởi Chính phủ. Mặc dù đã có hành lang pháp lý, chúng tôi đánh giá cảng Cần Giờ vẫn còn nhiều thách thức như (1) Chưa có quy hoạch phân khu xây dựng tỷ lệ 1/2000; (2) Chưa tổ chức đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư; và (3) Chưa có quyết định chuyển mục đích sử dụng rừng sang mục đích khác tại khu vực xây cảng. Do đó, chúng tôi đánh giá dự án sẽ vẫn cần thời gian triển khai và thực hiện trong 3-5 năm tới, vì vậy chưa ảnh hưởng tới nguồn cung tại khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu.

Kế hoạch đầu tư dự án Cảng Quốc tế Cần Giờ


CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3.846	4.832	4.161	4.552
Giá vốn	(2.068)	(2.671)	(2.381)	(2.659)
Lợi nhuận gộp	1.778	2.162	1.780	1.893
Doanh thu tài chính	1.941	418	188	161
Chi phí tài chính	(155)	(150)	(145)	(166)
Lợi nhuận sau thuế - CĐTS	2.251	1.459	1.187	1.193

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Tiền, khoản tương đương tiền	1.472	3.964	4.295	2.676
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.193	1.235	1.046	1.144
Hàng tồn kho	68	83	68	75
Tài sản cố định hữu hình	5.667	5.503	6.343	8.205
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	3.125	3.841	4.266	6.207
Tổng tài sản	13.546	17.986	19.128	21.165
Nợ vay ngắn hạn	445	422	388	512
Nợ vay dài hạn	1.518	1.745	1.937	2.765
Vốn chủ sở hữu	8.580	12.386	13.064	13.742
Tổng nguồn vốn	13.546	17.986	19.128	21.165

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-1,3%	25,7%	-13,9%	9,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	126,4%	-35,2%	-18,6%	0,5%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	46,2%	44,7%	42,8%	41,6%
Lợi nhuận thuần biên	65,9%	39,4%	37,2%	34,2%
ROA	19,1%	12,1%	8,4%	7,7%
ROE	29,0%	13,9%	9,3%	8,9%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	14,5%	12,1%	12,2%	15,5%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	20,2%	15,8%	15,7%	20,7%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	2.714	3.547	2.826	2.840
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	28.050	29.919	31.091	32.704

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Viết Dân** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng Giám đốc khối dungpt@bvsc.com.vn	Lưu Văn Lương Phó Giám đốc khối luonglv@bvsc.com.vn	Nguyễn Chí Hồng Ngọc Phó Giám đốc khối ngocnch@bvsc.com.vn
Nguyễn Đức Hoàng, CFA Ngân hàng, Bảo hiểm hoangnd@bvsc.com.vn	Trương Sỹ Phú, CFA Hàng tiêu dùng, CNTT phuts@bvsc.com.vn	Trần Xuân Bách Phân tích kỹ thuật bachtx@bvsc.com.vn
Trần Phương Thảo Bất động sản, Khu công nghiệp thaotp@bvsc.com.vn	Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép minhtnn@bvsc.com.vn	Hoàng Thị Minh Huyền Chuyên viên vĩ mô huyenhtm@bvsc.com.vn
Nguyễn Hà Minh Anh Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng anhnhm@bvsc.com.vn	Nguyễn Viết Dân Cảng biển, Vận tải biển, Hàng không dannv@bvsc.com.vn	Nguyễn Hồng Hoa Chiến lược thị trường hoanh@bvsc.com.vn
Trần Tuấn Dương, CFA Năng lượng, Chứng khoán, Xây dựng duongtt@bvsc.com.vn	Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA Bán lẻ, Hàng tiêu dùng dunglnt@bvsc.com.vn	Nguyễn Đăng Thành Dầu khí, Hàng không thanhd@bvsc.com.vn
Nguyễn Minh Khôi Vật liệu xây dựng khoimn@bvsc.com.vn		



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888