



CTCP Gemadept (GMD)

KHẢ QUAN +18,1%

Ngành	Cảng
Ngày báo cáo	31/07/2025
Giá hiện tại	57.500 VND
Giá mục tiêu	65.700 VND
GMT gần nhất*	59.700 VND
TL tăng	14,3%
Lợi suất cổ tức	3,8%
Tổng mức sinh lời	+18,1%

GT vốn hóa	24,4 nghìn tỷ đồng
Room KN	1,9 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	176,8 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	420,2 tr
Pha loãng	420,2 tr

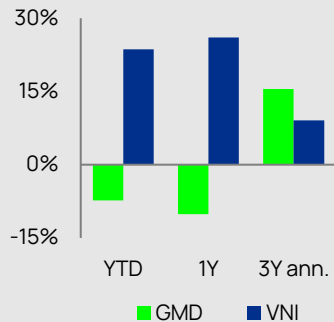
	GMD	VNI
P/E (ttm)**	14.6x	14.8x
P/B (curr)	2.0x	1.8x
ROE**	16.3%	12.8%
ROA**	10.3%	2.0%

* Điều chỉnh theo thay đổi gần đây về lượng cổ phiếu lưu hành do ESOP. ** Áp dụng lợi nhuận cốt lõi, trong đó không bao gồm tác động từ việc thoái vốn khỏi cảng và các khoản thu nhập/chi phí khác.

Tổng quan Công ty

GMD là một trong những nhà cung cấp dịch vụ logistics lớn nhất của Việt Nam và là một trong số ít các doanh nghiệp trong nước hoạt động từ đầu đến cuối chuỗi giá trị logistics. Ngoài lĩnh vực cốt lõi là điều hành cảng và cung cấp dịch vụ logistics, GMD còn đầu tư vào đồn điền cao su và BDS.

Diễn biến giá cổ phiếu



Hoàng Gia Huy
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	4.832	5.377	5.781	6.131
% YoY	26%	11%	8%	6%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	1.459	1.501	1.488	1.687
% YoY	-35%	3%	-1%	13%
EPS cốt lõi*	77%	-6%	-2%	12%
Biên LN gộp	44,7%	43,7%	43,1%	44,0%
Biên EBITDA	36,2%	37,4%	38,6%	40,0%
Biên LN từ HĐKD	27,8%	27,4%	27,0%	29,0%
Biên LN ròng	30,2%	27,9%	25,7%	27,5%
DTTD/DT	-10,7%	-44,7%	31,6%	30,3%
EV/EBITDA	8,9x	7,9x	7,4x	6,8x
P/E**	16,3x	17,3x	17,7x	15,8x
P/B	1,9x	1,8x	1,8x	1,7x
ROE**	13,4%	11,9%	11,2%	12,1%

Dự kiến tăng trưởng trong nửa cuối năm 2025 sẽ hạ nhiệt; triển vọng trong trung hạn cải thiện

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN cho GMD và điều chỉnh tăng 11% giá mục tiêu lên 65.700 đồng/CP. Đây là giá mục tiêu theo kịch bản cơ sở, hiện giả định mức giảm trong sản lượng hàng hóa xuất sang Mỹ tại tất cả các cảng của GMD là 20% (so với 50% trước đây). Hiện nay, hàng hóa xuất khẩu sang Mỹ chiếm khoảng 20% tổng thông lượng tại các cảng miền Nam (bao gồm GML) và 10% tại cảng NDV, tương ứng với 17% tổng sản lượng hàng hóa phụ thuộc vào thị trường Mỹ.
- Giá mục tiêu kịch bản cơ sở cao hơn phản ánh mức tăng 11% trong định giá mảng cảng & logistics hợp nhất và mức tăng 20% cho GML. Diễn biến này đến từ quan điểm tích cực hơn về triển vọng thương mại của Việt Nam, khi mức thuế quan cơ sở 20% mà Mỹ công bố đối với Việt Nam được chúng tôi đánh giá là tương đối tốt so với các nước khác. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giả định kịch bản cơ sở cho mức giảm trong sản lượng hàng hóa xuất sang Mỹ trong giai đoạn 2026–29 xuống còn 20% (so với 50% trước đây), dẫn đến việc điều chỉnh tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026/27/28/29 lần lượt 6%/7%/12%/10%. Mức tăng này phản ánh biên lợi nhuận gộp mảng cảng tăng trung bình ~19%/năm (nhờ thông lượng cao hơn) và LNST của GML tăng trung bình ~14%/năm. Các yếu tố này một phần bị ảnh hưởng bởi việc chúng tôi giả định GML 2A/2B sẽ đi vào vận hành chậm hơn sáu tháng so với kỳ vọng trước đây, dời từ giữa năm 2026/28 sang đầu năm 2027/29.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 3% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2025 chủ yếu do LNST của GML giảm 4% và lợi nhuận gộp mảng logistics giảm 13% sau khi ghi nhận kết quả nửa đầu năm thấp hơn dự kiến. Những điều chỉnh này được bù đắp một phần bởi mức tăng 5% trong lợi nhuận gộp mảng cảng (NDV và các cảng miền Nam, không bao gồm GML) và tỷ lệ SG&A/doanh thu giảm 60 điểm cơ bản dựa trên kết quả nửa đầu năm.
- Ở mức giá hiện tại, P/E và EV/EBITDA bình quân giai đoạn 2025–26 của GMD đang giao dịch lần lượt ở mức khoảng 1 và 1,5 độ lệch chuẩn dưới mức trung bình 5 năm. Khi so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành, chúng tôi sử dụng EV/EBITDA (chúng tôi cho rằng đây là chỉ số định giá phù hợp hơn so với phương pháp hệ số P/E khi so sánh giữa các doanh nghiệp cùng ngành). GMD hiện giao dịch ở mức EV/EBITDA trượt 8,0 lần, cao hơn nhẹ so với trung vị các doanh nghiệp cùng ngành là 7,6 lần, và ở mức 7,4 lần bình quân trong giai đoạn 2025–26, nhìn chung tương đương với các doanh nghiệp cùng ngành. Chúng tôi cho rằng định giá này khá hấp dẫn, được hỗ trợ bởi (1) quan điểm rằng xuất khẩu Việt Nam sẽ vẫn duy trì sức cạnh tranh so với các nước trong khu vực nhờ thuế tốt, (2) vị thế dẫn đầu của GMD trong ngành cảng Việt Nam, và (3) kế hoạch mở rộng công suất của GMD trong tương lai, tất cả sẽ chuyển hóa thành tốc độ tăng trưởng cho GMD tương đối mạnh hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Ngoài ra, trong lịch sử, GMD thường giao dịch với mức cao hơn nhiều so với doanh nghiệp cùng ngành, khiến định giá hiện tại khá hấp dẫn (thông tin chi tiết tại **trang 14**).
- Yếu tố hỗ trợ:** Thoái vốn tài sản phi cốt lõi; tăng phí xếp dỡ tại cảng nước sâu (**trang 9**).

Chúng tôi có nhận định tích cực hơn về triển vọng thương mại Việt - Mỹ, dẫn đến điều chỉnh tăng cho kịch bản cơ sở và tiêu cực. Ba kịch bản của chúng tôi dựa trên các giả định khác nhau về mức giảm trong sản lượng hàng hóa xuất sang Mỹ trong giai đoạn 2026–29: 0% trong kịch bản tích cực (không đổi so với Báo cáo Cập nhật gần nhất), 20% trong kịch bản cơ sở (so với 50% trước đây) và 50% trong kịch bản tiêu cực (so với 80% trước đây). Nhận định của chúng tôi đưa ra giá mục tiêu tiềm năng là 69.300 đồng/CP trong kịch bản tích cực (tiềm năng tăng giá: 23,5%), 65.700 đồng/CP trong kịch bản cơ sở (tiềm năng tăng giá: 17,3%) và 57.700 đồng/CP trong kịch bản tiêu cực (tiềm năng tăng giá: 3,5%). Quan điểm tích cực hơn của chúng tôi (so với [Báo cáo ngày 03/07](#) – trước khi Tổng thống Trump gửi các bức thư áp thuế tới các quốc gia đối tác thương mại) phản ánh mức thuế tương đối thuận lợi của Việt Nam – với một trong những mức thuế cơ sở thấp nhất là 20% so với các nước trong khu vực (**Hình 7**). Đối với lo ngại liên quan đến vấn đề "chuyển tải", mặc dù Tổng thống Trump đã đề xuất rõ ràng mức thuế 40% cho Việt Nam và chưa đề cập đến các nước khác, chúng tôi cho rằng một cơ chế tương tự sẽ được áp dụng chung, giúp Việt Nam ngang bằng với các nước trong khu vực về mức độ chịu ảnh hưởng từ thuế quan.

Triển vọng năm 2025: Tăng trưởng nửa cuối năm sẽ hạ nhiệt do hoạt động thương mại chậm lại sau khi các doanh nghiệp đẩy mạnh bổ sung hàng trước (front-loading) trong nửa đầu năm

Hình 1: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 trước đây	Dự báo 2025 điều chỉnh	Dự báo 2025 điều chỉnh s/v 2024	Dự báo 2025 điều chỉnh s/v trước đây	Nhận định của Vietcap
Tổng doanh thu	4.832	5.198	5.377	11%	3%	* Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo tăng trưởng thông lượng YoY năm 2025 đối với NDV và các cảng phía Nam (không bao gồm GML) lên lần lượt 7% (từ 5%) và 5% (từ mức không tăng trưởng), do kết quả nửa đầu năm tốt hơn nhẹ so với kỳ vọng. * Chúng tôi cũng điều chỉnh tăng thêm 2-3% dự báo tăng trưởng ASP trung bình năm 2025 cho các cụm cảng này, nhờ kết quả nửa đầu năm vượt nhẹ kỳ vọng. * Dự báo của chúng tôi cho thấy doanh thu hợp nhất từ mảng cảng và thông lượng trong nửa cuối năm sẽ giảm khoảng 8-9% so với nửa đầu năm, do chúng tôi kỳ vọng hoạt động thương mại sẽ hạ nhiệt sau giai đoạn front-loading trong nửa đầu năm. Chỉ số Đơn hàng Xuất khẩu Mới của Việt Nam (một chỉ số thành phần của PMI) đã giảm xuống mức 43,6 trong tháng 6 (từ 44,5 trong tháng 5) – mức thấp nhất tính đến thời điểm hiện tại của năm 2025. * NDV ghi nhận thông lượng quý 2 đạt 388 nghìn TEU (+9% QoQ, +28% YoY), trong khi các cảng phía Nam (không bao gồm Gemalink) ghi nhận 403 nghìn TEU (+18% QoQ, +23% YoY). Trong nửa đầu năm, NDV và các cảng phía Nam đều đạt tổng thông lượng là 743 nghìn TEU, tăng lần lượt 28% và 23% YoY. Chi tiết tham khảo trong Báo cáo KQKD quý 2/2025 của GMD.
Cảng	4.201	4.439	4.682	11%	5%	
Logistics	632	758	695	10%	-8%	
Lợi nhuận gộp	2.162	2.294	2.348	9%	2%	
Cảng	1.965	1.975	2.069	5%	5%	
Logistics	197	318	278	41%	-13%	* Điều chỉnh giảm do kết quả nửa đầu năm thấp hơn kỳ vọng. * Giảm YoY do trong năm 2024 ghi nhận lợi nhuận bất thường từ thoái vốn cảng. * Điều chỉnh tăng do chúng tôi nâng dự báo lãi suất tiền gửi năm 2025 lên 3,5% (so với 2,0% trước đây), nhờ kết quả quý 2 tích cực. Trong quý 2, lãi suất tiền gửi của GMD tăng mạnh lên 4,7%, từ mức 2,0% trong quý 1 và 2,7% trong quý 2/2024. * Gemalink (chiếm 67% dự báo LN ròng năm 2025 từ CTLK): Chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ dự báo LN ròng năm 2025 xuống 900 tỷ đồng (+9% YoY), do thông lượng dự báo giảm 3%, còn 1,69 triệu TEU (-3% YoY). * LN ròng quý 2 của GML giảm 1% QoQ – thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi là có tăng trưởng QoQ. Kết quả thấp hơn kỳ vọng do thông lượng của GML chỉ tăng 3% QoQ, trong khi chúng tôi kỳ vọng ít nhất là 10% QoQ. Chi tiết tham khảo tại Báo cáo KQKD quý 2/2025 của GMD. * SCS (chiếm 26%): Chúng tôi điều chỉnh giảm 5% dự báo thu nhập ròng năm 2025 xuống 694 tỷ đồng (đi ngang YoY). Chi tiết tham khảo tại Báo cáo Cập nhật SCS mới nhất ngày 29/05/2025. * Giảm YoY do ghi nhận chi phí khác bất thường lớn trong quý 4/2024.
Chi phí SG&A	-816	-876	-876	7%	0%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.345	1.418	1.472	9%	4%	
Thu nhập tài chính	418	77	150	-64%	95%	
Chi phí tài chính	-150	-139	-135	-10%	-3%	
Thu nhập ròng từ công ty liên kết (CTLK)	816	914	876	7%	-4%	
Lãi/lỗ khác	-349	-26	-16	-95%	-38%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo do kết quả nửa đầu năm thấp hơn kỳ vọng. * Điều chỉnh giảm do kết quả nửa đầu năm thấp hơn dự kiến. * Điều chỉnh giảm dự báo do kết quả nửa đầu năm tích cực hơn kỳ vọng.
LNTT	2.080	2.244	2.347	13%	5%	
LNST	1.905	1.970	2.059	8%	5%	
Lợi ích CĐTS	446	435	559	25%	29%	
LNST sau lợi ích CĐTS	1.459	1.535	1.501	3%	-2%	
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi*	1.405	1.556	1.514	8%	-3%	
Biên lợi nhuận gộp	44,7%	44,1%	43,7%			
Cảng	46,8%	44,5%	44,2%			
Logistics	31,2%	42,0%	40,0%			
Chi phí SG&A/DT	16,9%	16,9%	16,3%			
Biên lợi nhuận từ HĐKD	27,8%	27,3%	27,4%			
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	30,2%	29,5%	27,9%			
Biên LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	29,1%	29,9%	28,1%			

Nguồn: GMD, dự báo của Vietcap (*không bao gồm tác động từ việc thoái vốn cảng và các khoản lãi/lỗ khác)

Triển vọng năm 2026: Tăng trưởng chịu áp lực từ tác động của thuế quan

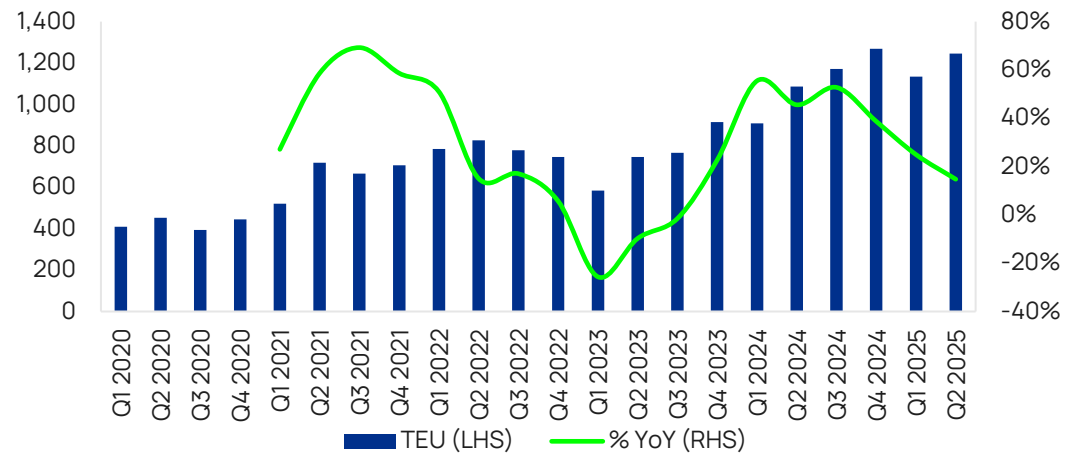
Chúng tôi lưu ý rằng các dự báo dưới đây của năm 2026 áp dụng cho kịch bản cơ sở của chúng tôi, với giả định sản lượng hàng hóa xuất sang Mỹ tại tất cả các cảng của GMD sẽ giảm 20%.

Hình 2: Dự báo cho năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	Dự báo 2025 điều chỉnh	Dự báo 2026	YoY	Nhận định của Vietcap
Tổng doanh thu	5.377	5.781	8%	
Cảng	4.682	5.023	7%	* Chúng tôi kỳ vọng thông lượng năm 2026 của NDV sẽ tăng 14% YoY, đạt 1,65 triệu TEU khi NDV3 đi vào vận hành. Giả định NDV1 & NDV2 hoạt động hết công suất, chúng tôi dự báo NDV3 sẽ đạt khoảng 55% công suất trong năm đầu tiên vận hành. * Đối với các cảng phía Nam (không bao gồm GML), chúng tôi dự báo sản lượng sẽ giảm 1% YoY, chủ yếu do: (1) tăng trưởng thương mại chung chậm lại khi sức mua của các khách hàng nước ngoài bị ảnh hưởng bởi thuế quan, và (2) sản lượng hàng hóa xuất sang Mỹ giảm 20% tại các cảng này (tương đương tổng mức giảm sản lượng 4%, do thị trường Mỹ chiếm khoảng 20% tổng sản lượng). * Chúng tôi giả định ASP tại các cảng sẽ tăng nhẹ YoY, nhờ nỗ lực của GMD trong việc nâng doanh thu trên mỗi TEU thông qua cung cấp thêm các dịch vụ giá trị gia tăng. Tuy nhiên, mức tăng này sẽ bị ảnh hưởng bởi: (1) áp lực thu hút thêm sản lượng tại NDV, và (2) áp lực cạnh tranh có thể gia tăng trong bối cảnh nhu cầu suy yếu.
Logistics	695	758	9%	
Lợi nhuận gộp	2.348	2.490	6%	
Cảng	2.069	2.190	6%	
Logistics	278	299	8%	
Chi phí SG&A	-876	-926	6%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.472	1.563	6%	
Thu nhập tài chính	150	29	-81%	* Mức giảm YoY phản ánh dự báo tiến mặt và đầu tư ngắn hạn cuối năm 2025 sẽ giảm 72% YoY, do GMD gia tăng vốn đầu tư XDCB trong năm 2025.
Chi phí tài chính	-135	-135	0%	
Thu nhập ròng từ công ty liên kết (CTLK)	876	879	0%	* Gemalink (chiếm 66% LN ròng năm 2025 từ CTLK): Chúng tôi dự báo LNST năm 2026 giảm 1% YoY xuống 894 tỷ đồng, do lợi nhuận trên mỗi TEU giảm 1% khi chúng tôi kỳ vọng áp lực giá sẽ xuất hiện khi nhu cầu bị ảnh hưởng bởi thuế quan của Mỹ. Thông lượng được kỳ vọng đi ngang, với mức giảm 20% từ thị trường Mỹ được bù đắp bởi tăng trưởng từ các khu vực khác. * SCS (chiếm 27%): Chúng tôi dự báo LN ròng tăng 3% YoY, đạt 712 tỷ đồng. Chi tiết tham khảo tại Báo cáo Cập nhật SCS mới nhất ngày 29/05/2025.
Lãi/lỗ khác	-16	-16	0%	
LNTT	2.347	2.320	-1%	
LNST	2.059	2.036	-1%	
Lợi ích CĐT	559	547	-2%	
LNST sau lợi ích CĐT	1.501	1.488	-1%	
LNST sau lợi ích CĐT cốt lõi*	1.514	1.501	-1%	
Biên lợi nhuận gộp	43,7%	43,1%		
Cảng	44,2%	43,6%		* Chúng tôi giả định biên LN gộp YoY giảm, chủ yếu do công suất mới từ NDV3 làm tăng chi phí cố định trên mỗi TEU.
Logistics	40,0%	39,5%		
Chi phí SG&A/DT	16,3%	16,0%		
Biên lợi nhuận từ HĐKD	27,4%	27,0%		
Biên LNST sau lợi ích CĐT	27,9%	25,7%		
Biên LNST sau lợi ích CĐT cốt lõi	28,1%	26,0%		

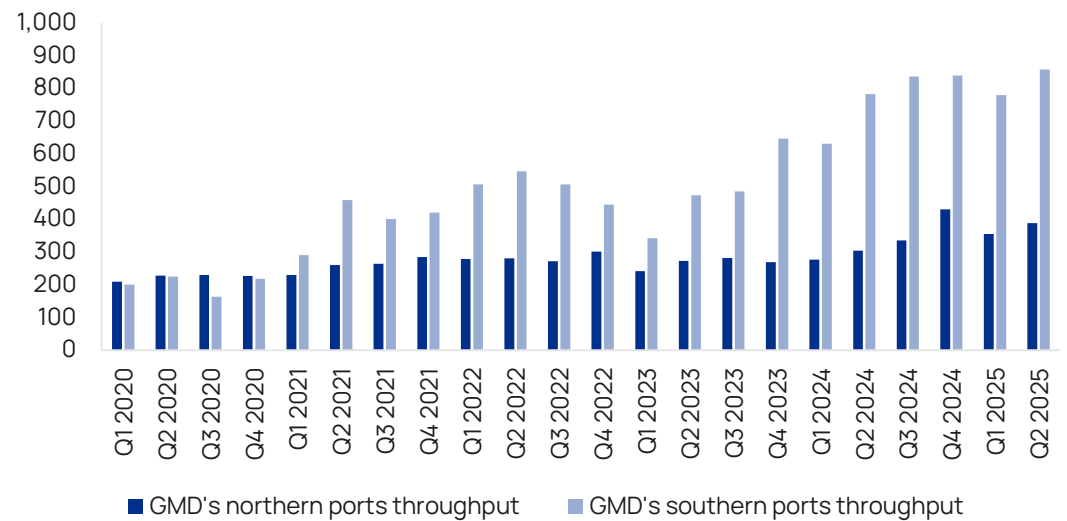
Nguồn: GMD, dự báo của Vietcap (*không bao gồm tác động từ việc thoái vốn cảng và các khoản lãi/lỗ khác)

Hình 3: Tổng thông lượng container của GMD ('000 TEU)



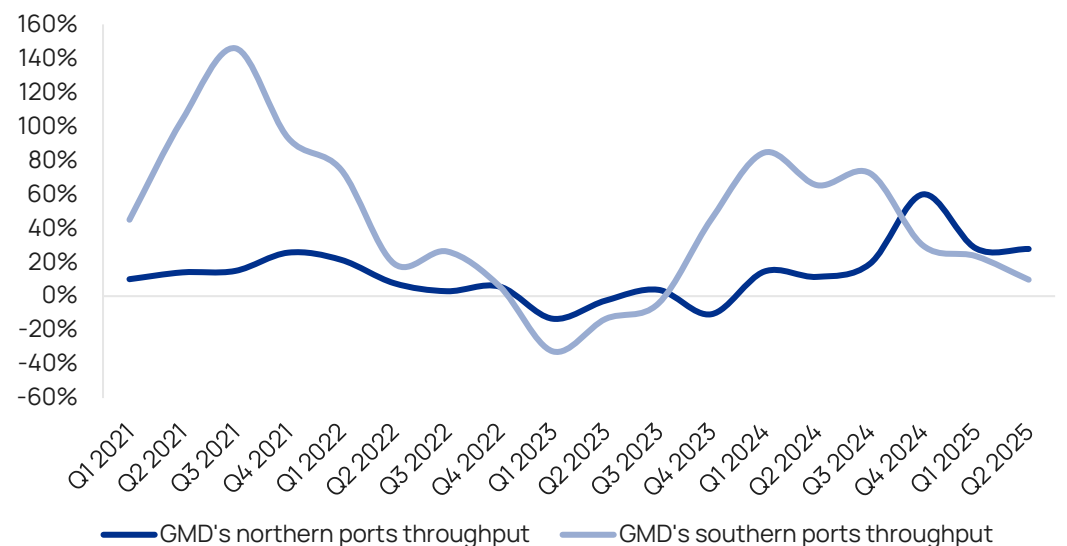
Nguồn: GMD, Vietcap

Hình 4: Thông lượng container của GMD theo khu vực ('000 TEU)



Nguồn: GMD, Vietcap

Hình 5: Tăng trưởng thông lượng container hàng quý của GMD YoY theo khu vực



Nguồn: GMD, Vietcap

Tỷ trọng xuất sang thị trường Mỹ của GMD

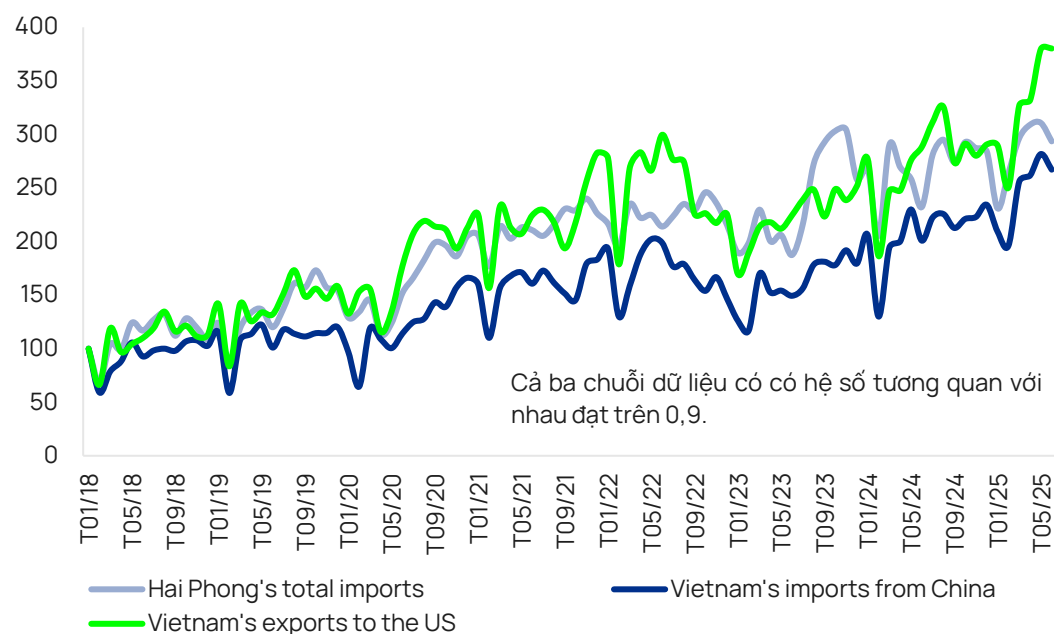
Gemalink có mức độ phụ thuộc vào thị trường Mỹ cao hơn NDV do đây là cảng nước sâu có khả năng tiếp nhận các tàu cỡ lớn di chuyển trên các tuyến đường xa, trong khi NDV có mức độ phụ thuộc thấp khi đây là cảng sông, chủ yếu phục vụ các tàu nhỏ hoạt động trên tuyến nội Á.

Gemalink: Trước tháng 4/2025, thị trường Mỹ chiếm khoảng 32% tổng thông lượng của Gemalink. Tuy nhiên, từ tháng 4/2025, sau khi bổ sung 4 tuyến dịch vụ hàng tuần mới đến Châu Phi, EU, Canada và Brazil – các hợp đồng được ký trước khi có thông báo về thuế quan đối ứng – tỷ trọng vào thị trường Mỹ dự kiến sẽ giảm còn khoảng 20%, theo GMD. Do các cảng phía Nam khác (Phước Long ICD và các cảng tại Bình Dương) đóng vai trò là cảng hỗ trợ cho Gemalink, chúng tôi giả định tổng mức độ phụ thuộc vào Mỹ của các cảng này tương đương với Gemalink, là 20%.

NDV: Thị trường Mỹ chiếm khoảng 10% tổng thông lượng của NDV, phản ánh mức độ phụ thuộc trực tiếp khá hạn chế đối với thuế quan. Tuy nhiên, vẫn tồn tại rủi ro gián tiếp. Trung Quốc chiếm khoảng 50% thông lượng hàng hóa của NDV, và bất kỳ mức giảm nào trong xuất khẩu từ Mỹ cũng có thể làm giảm nhu cầu nguyên vật liệu từ Trung Quốc, từ đó ảnh hưởng đến thông lượng của NDV. Như đã thể hiện trong **Hình 6**, dựa trên dữ liệu tính từ năm 2018, kim ngạch nhập khẩu vào Hải Phòng có mối tương quan chặt chẽ với cả kim ngạch nhập khẩu của Việt Nam từ Trung Quốc và xuất khẩu sang Mỹ. Cả ba chuỗi dữ liệu có hệ số tương quan với nhau đạt trên 0,9.

Nhìn chung, GML, các cảng phía Nam khác và NDV lần lượt chiếm 40%/30%/30% tổng thông lượng của GMD, tỷ trọng xuất sang thị trường Mỹ chiếm 25% (trước tháng 4/2025) và giảm xuống 17% (sau tháng 4/2025) trên tổng thông lượng.

Hình 6: Giá trị thương mại – Tổng kim ngạch nhập khẩu của Hải Phòng, kim ngạch nhập khẩu của Việt Nam từ Trung Quốc và kim ngạch xuất khẩu sang Hoa Kỳ (tháng 1/2018 = 100)



Nguồn: GSO, Vietcap (Dữ liệu gần nhất được cập nhật vào tháng 6/2025)

Các kịch bản dự báo cho giai đoạn 2026–2029

Trước những bất ổn ngày càng gia tăng liên quan đến triển vọng thương mại toàn cầu, chúng tôi đã dự báo 3 kịch bản cho GMD từ năm 2026 trở đi. Trong tất cả các kịch bản, chúng tôi đều điều chỉnh giảm dự phóng tốc độ tăng trưởng tổng lượng trong giai đoạn 2026–2029, phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về việc thuế quan sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu thương mại toàn cầu. Các kịch bản được trình bày dưới đây chủ yếu phản ánh vị thế thuế quan tương đối của Việt Nam so với các quốc gia khác trong khu vực về xuất khẩu sang Mỹ.

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo cho cả kịch bản cơ sở và kịch bản tiêu cực, xuất phát từ quan điểm tích cực hơn đối với triển vọng thương mại Việt – Mỹ. Quan điểm tích cực hơn của chúng tôi (so với [Báo cáo ngày 03/07](#) – trước khi Tổng thống Trump gửi các bức thư áp thuế tới các quốc gia đối tác thương mại) phản ánh mức thuế tương đối thuận lợi của Việt Nam – với một trong những mức thuế cơ sở thấp nhất là 20% so với các nước trong khu vực (**Hình 7**). Đối với lo ngại liên quan đến vấn đề "chuyển tải", mặc dù Tổng thống Trump đã đề xuất rõ ràng mức thuế 40% cho Việt Nam và chưa đề cập đến các nước khác, chúng tôi cho rằng một cơ chế tương tự sẽ được áp dụng chung, giúp Việt Nam ngang bằng với các nước trong khu vực về mức độ chịu ảnh hưởng từ thuế quan.

Chúng tôi cho rằng kịch bản Mỹ áp thuế 0% với hàng xuất khẩu từ Việt Nam là khó xảy ra. Đối với năm 2025, chúng tôi giữ nguyên giả định cho cả 3 kịch bản, vì chúng tôi cho rằng KQKD cả năm sẽ chưa phản ánh hoàn toàn tác động từ thuế quan. Từ năm 2029 trở đi, chúng tôi nhìn chung duy trì dự báo tăng trưởng như trước, do nhiệm kỳ tổng thống của Trump sẽ kết thúc vào năm 2028.

Đối với Gemalink, dựa trên cập nhật mới nhất từ ban lãnh đạo tại ĐHCĐ năm 2025, GML 2A sẽ khởi công vào quý 4/2025 và dự kiến đi vào hoạt động đầu năm 2027, muộn hơn so với kỳ vọng trước đây của chúng tôi. Theo đó, trong mô hình định giá của chúng tôi, chúng tôi điều chỉnh thời điểm bắt đầu hoạt động của GML 2A sang đầu năm 2027 (trước đây là giữa năm 2026), từ đó cũng điều chỉnh thời gian đưa GML 2B vào hoạt động sang đầu năm 202 (trước đây là giữa năm 2028). Thay đổi này được áp dụng cho cả 3 kịch bản dự báo.

• **Kịch bản tích cực: Sản lượng xuất sang Mỹ giảm 0% (giữ nguyên so với Báo cáo Cập nhật ngày 09/05/2025).** Trong kịch bản này, Việt Nam duy trì mức chênh lệch thuế quan từ 0–5% hoặc thấp hơn so với các quốc gia trong khu vực. Mặc dù chúng tôi nhận thấy tiềm năng kịch bản này xảy ra ngày càng cao hơn, do mức thuế cơ bản 20% công bố ban đầu đối với Việt Nam tương đối thuận lợi so với các quốc gia khác, nhưng một số yếu tố bất định vẫn còn tồn tại. Các yếu tố này bao gồm: (1) định nghĩa đối với hàng hóa "chuyển tải" với mức thuế 40% vẫn chưa rõ ràng, và (2) mức thuế cuối cùng áp dụng cho các quốc gia khác trong khu vực chưa được xác định, do các bức thư Tổng thống Trump gửi đi mới chỉ là mức đề xuất trước đàm phán. Dưới góc nhìn thận trọng, chúng tôi không lựa chọn kịch bản này làm kịch bản cơ sở.

• **Kịch bản cơ sở: Sản lượng xuất sang Mỹ giảm 20% (tích cực hơn so với mức 50% trong báo cáo trước đây).** Mức điều chỉnh này phản ánh quan điểm tích cực hơn của chúng tôi về triển vọng đàm phán thương mại Việt – Mỹ, đồng thời duy trì mức độ thận trọng nhất định do các vấn đề nêu trên vẫn chưa được giải quyết hoàn toàn.

• **Kịch bản tiêu cực: Sản lượng xuất sang Mỹ giảm 50% (tích cực hơn so với mức 80% trong báo cáo trước đây).** Kịch bản này giả định mức thuế cuối cùng áp dụng cho Việt Nam cao hơn các nước trong khu vực từ 10–15%. Với những tiến triển tích cực gần đây trong đàm phán thương mại Việt – Mỹ, chúng tôi hiện sử dụng kịch bản này (trước đây là kịch bản cơ sở của chúng tôi) làm kịch bản tiêu cực hiện tại.

Hình 7: Cập nhật mới nhất về mức thuế quan đối ứng mà Mỹ áp dụng đối với các quốc gia cạnh tranh/xuất khẩu tương tự Việt Nam (từ cao nhất đến thấp nhất) theo kịch bản cơ sở

Quốc gia	Thuế quan được công bố vào Ngày Giải phóng	Thông báo về mức thuế quan mới	Thay đổi
Trung Quốc	25% + 34%*	55%**	-4%
Lào	48%	40%	-8%
Myanmar	44%	40%	-4%
Campuchia	49%	36%	-13%
Thái Lan	36%	36%	0%
Bangladesh	37%	35%	-2%
Mexico	25%	30%	5%
Ấn Độ	26%	25%***	-1%
Hàn Quốc	25%	25%	0%
Malaysia	24%	25%	1%
Việt Nam	46%	20%	-26%
Indonesia	32%	19%	-13%
Philippine	17%	19%	2%

Nguồn: Tổng hợp của Vietcap. Cập nhật ngày 30/07/2025. *25% được áp dụng trong nhiệm kỳ đầu tiên của Trump. **Thỏa thuận tạm thời giữa Mỹ và Trung Quốc vào ngày 12/05. ***Dựa trên tuyên bố của Trump vào ngày 30/07.

Hình 8: Các kịch bản dự báo của Vietcap cho GMD trong giai đoạn 2026-29

Số liệu	% TT YoY					% Thay đổi so với Báo cáo Cập nhật mới nhất				
	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Kịch bản cơ bản										
Thông lượng - NDV	7%	14%	9%	4%	4%	2%	5%	7%	8%	9%
Thông lượng - GML	-3%	0%	11%	14%	14%	-3%	1%	0%	2%	3%
Thông lượng - Cảng phía Nam trừ GML	5%	-1%	2%	1%	0%	5%	12%	12%	12%	12%
Doanh thu - Tổng	11%	8%	6%	4%	3%	3%	7%	8%	8%	9%
Doanh thu - Cảng	11%	7%	6%	3%	3%	5%	10%	10%	11%	12%
Doanh thu - Logistics	10%	9%	8%	7%	6%	-8%	-7%	-6%	-6%	-6%
LNST GML	9%	-1%	14%	28%	13%	-4%	12%	10%	22%	10%
LNST - CĐTS cốt lõi*	8%	-1%	13%	17%	11%	-3%	6%	7%	12%	10%
Kịch bản tiêu cực										
Thông lượng - NDV	7%	9%	7%	3%	3%	2%	5%	7%	9%	10%
Thông lượng - GML	-3%	-7%	10%	12%	12%	-3%	2%	2%	4%	6%
Thông lượng - Cảng phía Nam trừ GML	5%	-8%	1%	0%	0%	5%	14%	14%	14%	14%
Doanh thu - Tổng	11%	2%	5%	3%	3%	3%	7%	8%	8%	9%
Doanh thu - Cảng	11%	1%	5%	3%	3%	5%	10%	11%	12%	13%
Doanh thu - Logistics	10%	7%	6%	5%	5%	-8%	-8%	-8%	-10%	-11%
LNST GML	9%	-16%	12%	27%	11%	-4%	21%	19%	33%	18%
LNST - CĐTS cốt lõi*	8%	-18%	11%	16%	10%	-3%	9%	9%	15%	12%
Kịch bản tích cực										
Thông lượng - NDV	7%	18%	10%	5%	5%	2%	0%	0%	0%	0%
Thông lượng - GML	-3%	5%	12%	15%	15%	-3%	-7%	-10%	-10%	-10%
Thông lượng - Cảng phía Nam trừ GML	5%	4%	2%	1%	0%	5%	4%	3%	4%	4%
Doanh thu - Tổng	11%	11%	7%	4%	4%	3%	2%	2%	3%	3%
Doanh thu - Cảng	11%	11%	7%	4%	3%	5%	4%	3%	4%	4%
Doanh thu - Logistics	10%	10%	9%	8%	7%	-8%	-6%	-4%	-3%	-3%
LNST GML	9%	10%	16%	28%	14%	-4%	-7%	-10%	-2%	-11%
LNST - CĐTS cốt lõi*	8%	8%	14%	18%	12%	-3%	-11%	-11%	-7%	-9%

Nguồn: Vietcap. * LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi không bao gồm lợi nhuận thoái vốn và thu nhập/chi phí khác.

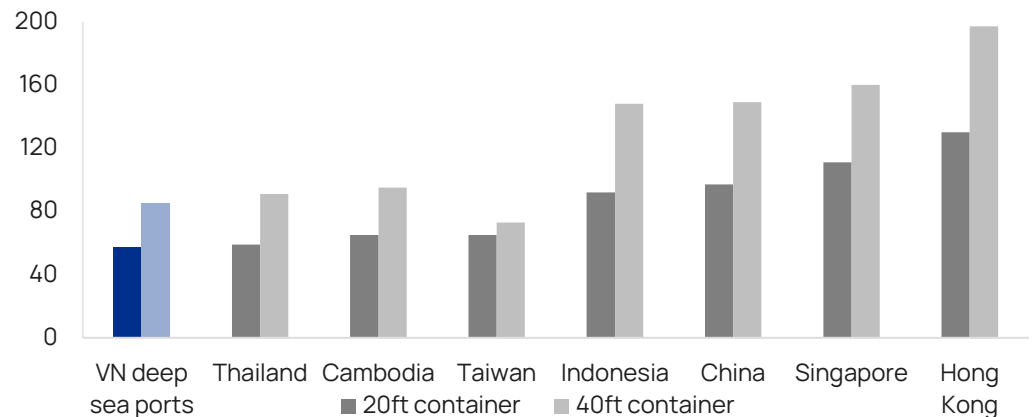
Đề xuất tăng phí xếp dỡ tại cảng nước sâu của Việt Nam; theo chia sẻ mới nhất tại ĐHCĐ năm 2025 vào tháng 6, GMD dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh vào quý 4/2025

Thông tin cơ bản: Hiện tại, mức phí xếp dỡ tại các cảng nước sâu của Việt Nam vẫn thấp hơn đáng kể so với trung bình trong khu vực – thường chỉ bằng một nửa hoặc thấp hơn so với các quốc gia như Singapore, Hong Kong và Indonesia, v.v. (Hình 9), dù cơ sở hạ tầng cảng, thiết bị và nỗ lực chuyển đổi số của Việt Nam hiện đang tương đương hoặc vượt trội so với nhiều nước trong khu vực.

Ngoài ra, tỷ lệ giữa phí xếp dỡ mà hãng tàu trả cho cảng (gọi là “phí xếp dỡ” – handling fee), so với phí xếp dỡ mà hãng tàu thu từ khách hàng (gọi là “phí THC”) là thấp nhất tại Việt Nam so với các nước trong khu vực (Hình 10 và 11).

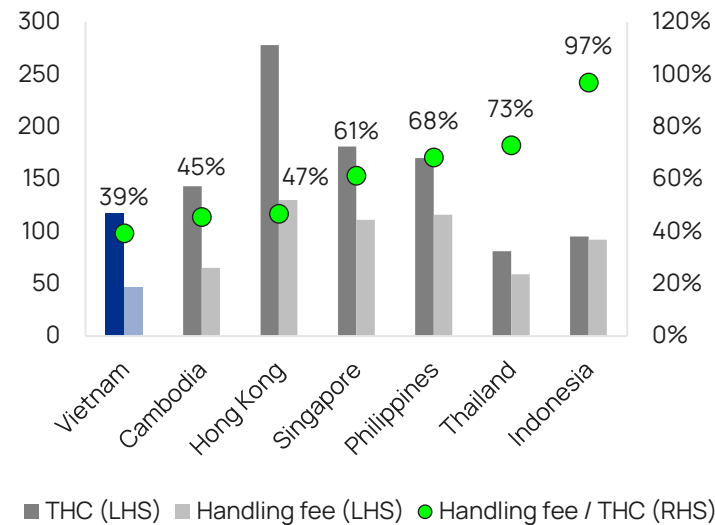
Do đó, các doanh nghiệp khai thác cảng tại Việt Nam đã gửi đề xuất lên Bộ Giao thông Vận tải để tăng biểu phí xếp dỡ và hiện đang chờ phê duyệt. Hiện đang xem xét mức tăng phí từ 10–15% đối với các cảng nước sâu.

Hình 9: Phí xếp dỡ đối với container đã chất hàng của Việt Nam so với các nước trong khu vực (USD/container)



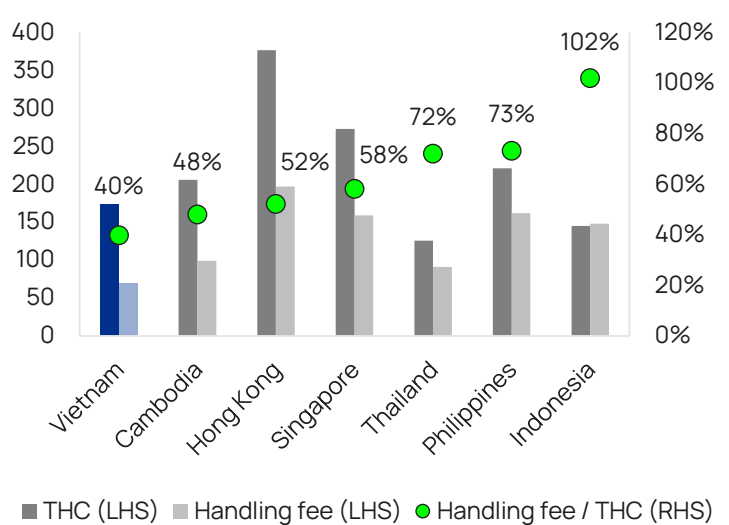
Nguồn: Thông tư 39/2023/TT-BGTVT, Vinamarine, Baochinphu.vn, Vietcap tổng hợp

Hình 10: Phí THC & phí xếp dỡ – container 20ft (USD/cont)



Nguồn: GMD, Vietcap

Hình 11: Phí THC & phí xếp dỡ – container 40ft (USD/cont)



Nguồn: GMD, Vietcap

Triển vọng xa hơn: Trong tương lai, Chính phủ đặt mục tiêu từng bước tăng phí xếp dỡ tại cảng nước sâu để đạt mức 70–80% so với mặt bằng khu vực, nhằm khuyến khích tái đầu tư và nâng cấp cảng đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng từ các hãng tàu quốc tế (ví dụ như yêu cầu về ESG, cảng thông minh, ...). Phí tại cảng sông cũng sẽ được điều chỉnh tăng vì gặp vấn đề tương tự như cảng nước sâu, tuy nhiên tốc độ tăng sẽ chậm hơn do tình trạng dư cung.

GMD do đó cho rằng Việt Nam vẫn còn dư địa để tăng thêm 20%–30% phí xếp dỡ sau đợt điều chỉnh năm 2025, nhưng không kỳ vọng mức tăng đều đặn 10%/năm. Quyết định điều chỉnh phí sẽ phụ thuộc vào Bộ Giao thông Vận tải và diễn biến thị trường tại thời điểm đó.

Việc tăng phí này sẽ không làm giảm sức cạnh tranh của cảng Việt Nam, ngay cả trong bối cảnh cạnh tranh thương mại, khi mức phí hiện tại đang thấp so với khu vực, và khoản phí xếp dỡ mà hãng tàu trả cho cảng (~60 USD/TEU) chỉ là một phần rất nhỏ so với phí vận chuyển sang Mỹ (trên 3.000 USD/TEU).

Dựa trên các phân tích nêu trên, chúng tôi cho rằng xác suất được phê duyệt là khá cao. **Tại ĐHCĐ tháng 6/2025, ban lãnh đạo chia sẻ rằng mức tăng phí hiện dự kiến sẽ diễn ra vào quý 4/2025. Chúng tôi chưa đưa yếu tố tăng phí tiềm năng này vào mô hình định giá,** do vẫn giữ quan điểm thận trọng, chờ thông báo chính thức từ cơ quan chức năng.

Yếu tố hỗ trợ: Giả định mức phí được điều chỉnh tăng vào cuối quý 4/2025 hoặc đầu năm 2026, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng từ năm 2026 trở đi của GML sẽ tăng khoảng 11–13% mỗi năm so với dự báo trong kịch bản cơ sở hiện tại. Điều này sẽ khiến định giá của GML tăng 18% và dẫn đến định giá tổng thể trong kịch bản cơ sở của GMD tăng 3%, lên mức 67.600 đồng/CP (từ 65.700 đồng/CP trước đó). Tuy nhiên, tác động đến định giá tổng thể khá hạn chế do GML là cảng duy nhất của GMD được hưởng lợi từ đợt điều chỉnh phí này (chỉ áp dụng cho các cảng nước sâu), và GML hiện chỉ đóng góp khoảng 18% vào tổng định giá của GMD theo kịch bản cơ sở.

Định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp tổng của từng phần (SoTP) để định giá GMD. Chúng tôi sử dụng phương pháp SoTP cho GMD do sự đóng góp lớn từ các công ty liên kết cũng như dự định thoái vốn các tài sản không cốt lõi của công ty. Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi cập nhật giá mục tiêu của chúng tôi sang giữa năm 2026.

Định giá SoTP của chúng tôi bao gồm:

(1) Mạng cảng và logistics hợp nhất được chúng tôi định giá bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) vì các mảng kinh doanh này phần lớn tạo ra dòng tiền có thể dự báo được.

(2) Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS), là một trong những công ty đóng góp chính vào thu nhập ròng từ các công ty liên kết của GMD. Chúng tôi định giá SCS bằng phương pháp CKDT. Để biết thêm thông tin về quan điểm và định giá của chúng tôi đối với SCS, vui lòng xem [Báo cáo Cập nhật SCS ngày 29/05/2025](#) của chúng tôi.

(3) Cảng Gemalink được chúng tôi định giá bằng phương pháp CKDT. Chúng tôi định giá riêng Gemalink do chúng tôi chưa có đủ thông tin về tình hình tài chính và tiến trình của công ty để hợp nhất dự án này vào dự báo của chúng tôi cho HKKD cốt lõi.

(4) Các đồn điền cao su được chúng tôi định giá theo phương pháp P/B. Chúng tôi áp dụng P/B mục tiêu không đổi là 1,2 lần, tương đương với trung vị P/B trung bình 2 năm của một số công ty cùng ngành. Chúng tôi so sánh các đồn điền cao su của GMD với một số đồn điền cao su thuần tại Việt Nam do không có công ty đồn điền cao su nào được niêm yết tại Campuchia.

(5) CJ Gemadept Logistics và CJ Gemadept Shipping, được chúng tôi định giá bằng cách sử dụng hệ số P/E tương đối. Chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu không đổi là 10,0 lần, tương đương với trung vị P/E trung bình 2 năm của một số các công ty cùng ngành so với mức 11,0 lần như trước đây. Chúng tôi so sánh CJ Gemadept Logistics and Shipping với các công ty logistics được niêm yết khác ở Châu Á cũng cung cấp các dịch vụ logistics tích hợp và có quy mô nhỏ và về mặt địa lý tập trung hoạt động chủ yếu tại thị trường nội địa.

(6) Các dự án bất động sản và các khoản đầu tư khác được chúng tôi định giá theo giá trị sổ sách do hiện tại chưa có thông tin cụ thể về thời gian phê duyệt quyền sử dụng đất và tiến độ phát triển.

Hình 12: Tóm tắt định giá

Tỷ đồng	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu của GMD	Giá trị			Giá trị VCSH phân bổ cho GMD		
			KB cơ sở	KB cơ sở	KB cơ sở	KB cơ sở	Bear case	Bull case
Cảng & logistics hợp nhất	CKDT	51,0% - 100,0%	18.332	16.100	19.185	18.332	16.100	19.185
SCS	CKDT	33,4%	6.358	6.358	6.358	2.125	2.125	2.125
Đồn điện cao su	P/B	100,0%	1.630	1.630	1.630	1.630	1.630	1.630
Cảng Gemalink	CKDT	65,1%	6.845	5.139	7.897	4.458	3.347	5.144
CJ Gemadept Logistics & Shipping	P/E	49,1%; 51,0%	759	759	759	380	380	380
Khác (*)	GTSS	100,0%	672	672	672	672	672	672
Tổng giá trị VCSH			34.596	30.658	36.501	27.596	24.253	29.135
Số cổ phần (triệu)						420	420	420
Giá mục tiêu (đồng/CP)						65.700	57.700	69.300
Giá hiện tại						14,3%	0,3%	20,5%
Tỷ lệ tăng						3,8%	3,8%	3,8%
Lợi suất cổ tức						18,1%	4,1%	24,3%
P/E cốt lõi dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu và (giá thị trường)						19,7x (17,3x)	17,3x (17,3x)	20,8x (17,3x)
P/E cốt lõi dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu và (giá thị trường)						20,2x (17,7x)	21,4x (21,4x)	19,6x (16,3x)
P/E cốt lõi dự phóng năm 2027 theo giá mục tiêu và (giá thị trường)						18,1x (15,8x)	19,5x (19,4x)	17,4x (14,4x)
EV/EBITDA dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu và (giá thị trường)						9,1x (7,9x)	8,0x (7,9x)	9,6x (7,9x)
EV/EBITDA dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu và (giá thị trường)						8,5x (7,4x)	8,4x (8,4x)	8,5x (7,0x)
EV/EBITDA dự phóng năm 2027 theo giá mục tiêu và (giá thị trường)						7,8x (6,8x)	7,9x (7,9x)	7,8x (6,4x)

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: *Bao gồm các dự án bất động sản, K'Line Logistics, Mekong Logistics, CTCP Phát triển Sài Gòn và các khoản đầu tư dài hạn. ** GMD sở hữu tài sản trong các HDKD cốt lõi, với tỷ lệ sở hữu dao động từ 51% đến 100%. "Giá trị VCSH phân bổ cho GMD" thể hiện 100% cột "Giá trị", chỉ phản ánh cổ phần của GMD, khi chúng tôi loại trừ lợi ích CBTS khỏi giá trị VCSH.

Hình 13: Định giá CKDT đối với mảng cảng và logistics hợp nhất

Chi phí vốn	Trước đây	Điều chỉnh	CKDT (tỷ đồng)	KB cơ sở	KB tiêu cực	KB tích cực
Hệ số beta	0,9	0,9	GTHT của DTTD	9.117	7.665	9.722
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0%	8,0%	GTHT của giá trị cuối (TT 0,0%)	7.953	7.172	8.201
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	6,0%	GTHT của DTTD và giá trị cuối	17.070	14.838	17.922
Chi phí vốn CSH %	13,2%	13,2%	+ Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	5.012	5.012	5.012
Chi phí nợ vay %	11,0%	11,0%	- Nợ vay	-2.180	-2.180	-2.180
Nợ vay %	30,0%	30,0%	- Lợi ích CBTS	-1.570	-1.570	-1.570
Vốn CSH %	70,0%	70,0%	Giá trị vốn CSH	18.332	16.100	19.185
Thuế doanh nghiệp %	10,0%	10,0%	Số lượng CP pha loãng (triệu)	420	420	420
WACC %	12,2%	12,2%	Giá trị CKDT/cổ phiếu (đồng)	43.600	38.300	45.700

(Tiếp theo ở trang sau)

KB cơ sở (tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
Lợi nhuận từ HĐKD	1.472	1.563	1.778	1.930	2.057	2.193	2.312	2.434	2.509	2.562
- Thuế	-200	-213	-242	-263	-280	-298	-314	-331	-341	-348
+ Khấu hao	542	670	675	684	698	722	764	844	999	1.304
- Vốn đầu tư XDCB	-4.170	-80	-230	-230	-230	-230	-230	-230	-230	-230
- Tăng vốn lưu động	-46	-113	-123	-88	138	-78	-72	-74	-46	-33
Dòng tiền tự do	-2.403	1.828	1.857	2.033	2.383	2.308	2.460	2.643	2.891	3.255
GTHT của DTTD	-2.268	1.538	1.392	1.359	1.419	1.225	1.163	1.114	1.086	1.090
GTHT lũy kế của DTD	-2.268	-731	661	2.020	3.439	4.664	5.827	6.941	8.027	9.117

Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Hình 14: Tóm tắt định giá cho SCS

Tỷ đồng	Phương pháp định giá	Giá trị
SCS	CKDT 5 năm	6.358
Tỷ lệ sở hữu của GMD tại SCS (%)		33,4%
Giá trị vốn CSH phân bổ cho GMD		2.125

Nguồn: Vietcap

Hình 15: Tóm tắt định giá đối với đồn điền cao su

Tỷ đồng	Giá trị
Giá trị sổ sách	1.358
P/B mục tiêu	1,2x
Giá trị vốn chủ sở hữu	1.630
Tỷ lệ sở hữu của GMD (%)	100%
Giá trị vốn CSH phân bổ cho GMD	1.630

Nguồn: Vietcap

Hình 16: Định giá CKDT đối với Gemalink

Chi phí vốn	Trước đây	Điều chỉnh	Dự báo DTTD (20 năm) - tỷ đồng	KB cơ sở	KB tiêu cực	KB tích cực
Hệ số beta	0,9	0,9	GTHT của DTTD	11.736	10.273	12.674
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0%	8,0%	GTHT của giá trị cuối (TT 0,0%)	2.695	2.453	2.810
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	6,0%	GTHT của DTTD và giá trị cuối	14.431	12.725	15.484
Chi phí vốn CSH %	13,2%	13,2%	- Nợ vay ròng	7.586	7.586	7.586
Chi phí nợ vay %	11,0%	11,0%	- Khác	0	0	0
Nợ vay %	30,0%	30,0%	Giá trị vốn CSH	6.845	5.139	7.897
Vốn CSH %	70,0%	70,0%	Tỷ lệ sở hữu	65,1%	65,1%	65,1%
Thuế doanh nghiệp %	10,0%	10,0%	Số lượng cổ phiếu (triệu)	420,2	420,2	420,2
WACC %	12,2%	12,2%	Giá trị/cổ phiếu (đồng)	10.600	8.000	12.200

Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Hình 17: Tóm tắt định giá đối với CJ Gemadept Logistics & CJ Gemadept Shipping

Tỷ đồng	Giá trị
Thu nhập ròng dự phóng năm 2025	75,9
P/E mục tiêu	10,0x
Giá trị vốn chủ sở hữu	759
Tỷ lệ sở hữu của GMD (%)	49,1%; 51,0%*
Giá trị vốn CSH phân bổ cho GMD	380

Nguồn: Vietcap (* chúng tôi giả định trung bình là 50%)

Các hệ số định giá

Chúng tôi cho rằng P/E và EV/EBITDA là 2 chỉ số định giá phù hợp nhất đối với GMD. Ngược lại, chúng tôi cho rằng P/B chưa phù hợp, do (1) GMD sở hữu một số tài sản không cốt lõi, và (2) Gemalink – một trong những tài sản quan trọng nhất của GMD – không được hợp nhất vào bảng cân đối kế toán của GMD.

Diễn biến các hệ số định giá của GMD

Hình 18: P/E trượt cốt lõi của GMD *



Nguồn: Bloomberg, ước tính của Vietcap (cập nhật ngày 30/07/2025). * EPS trượt của GMD không bao gồm lợi nhuận đầu tư từ thoái vốn và các khoản thu nhập/chi phí khác.

Hình 19: EV/EBITDA trượt của GMD *



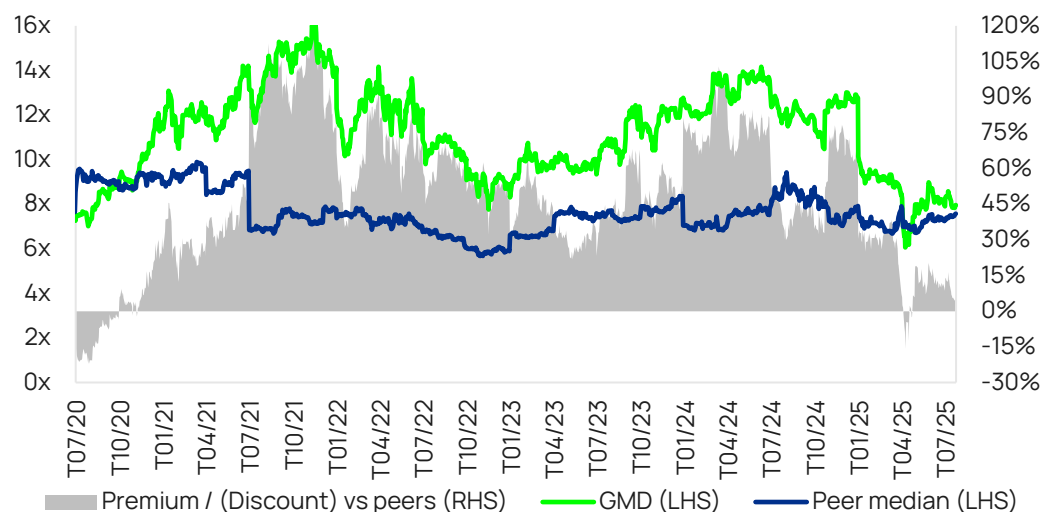
Nguồn: Bloomberg, ước tính của Vietcap (cập nhật ngày 30/07/2025). * EBITDA trượt của GMD bao gồm thu nhập từ các công ty liên kết.

So sánh các hệ số định giá của GMD với các công ty cùng ngành

Đối với hệ số P/E của GMD, chúng tôi tính toán lại dựa trên LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (tức lợi nhuận loại trừ thu nhập từ thoái vốn và thu nhập/chi phí khác). Đối với EV/EBITDA, chúng tôi sử dụng EBITDA cộng với thu nhập/(lỗ) từ công ty liên kết cho cả GMD, và các công ty cùng ngành được so sánh, vì đây là nguồn thu nhập đáng kể đối với GMD và một số công ty cùng ngành. Nguồn thu này chủ yếu đến từ các cảng liên kết (giống như thu nhập từ Gemalink đối với GMD).

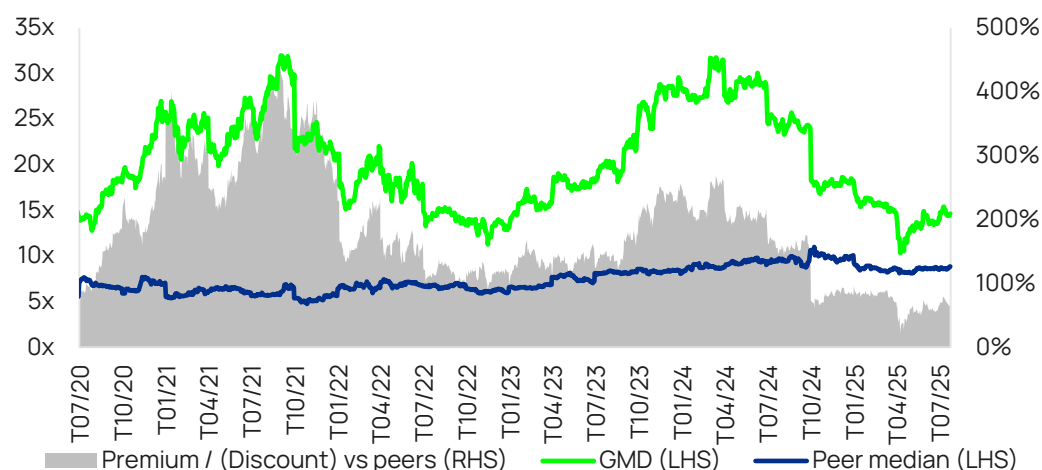
Phân tích của chúng tôi cho thấy GMD thường giao dịch ở mức định giá cao hơn đáng kể so với trung vị ngành, xét theo cả P/E trượt và EV/EBITDA. Chúng tôi cho rằng diễn biến này là do triển vọng tăng trưởng của GMD so với các công ty cùng ngành tốt hơn (một số công ty ghi nhận doanh thu và thu nhập tăng trưởng ổn định – thể hiện qua doanh thu 5 năm gần đây nhất, CAGR LNST sau lợi ích CĐTS và EBITDA trong Hình 22), mà chúng tôi cho rằng xuất phát từ (1) Triển vọng tăng trưởng xuất khẩu tích cực của Việt Nam, được hưởng lợi từ chiến lược “Trung Quốc +1” trong quá khứ, (2) GMD là nhà khai thác cảng hàng đầu tại Việt Nam, sở hữu các tài sản ở vị trí chiến lược, do đó sẽ hưởng lợi lớn từ xu hướng này, (3) việc mở rộng công suất cảng của GMD. Tuy nhiên, đã giảm gần đây của giá cổ phiếu (do khối ngoại bán ròng và tâm lý tiêu cực từ thuế quan ảnh hưởng đến nhóm cổ phiếu liên quan đến xuất khẩu), cùng với KQKD khả quan của GMD trong năm qua, đã thu hẹp khoảng cách, khiến định giá của GMD trở nên hợp lý hơn so với các công ty cùng ngành.

Hình 20: EV/EBITDA trượt của GMD và trung vị của các công ty cùng ngành *



Nguồn: Bloomberg, ước tính của Vietcap (cập nhật ngày 30/07/2025). * Chúng tôi sử dụng EBITDA trượt bao gồm thu nhập/(lỗ) từ các công ty liên kết cho cả GMD và các công ty cùng ngành.

Hình 21: PE trượt cốt lõi của GMD* so với PE trượt trung bình của các công ty cùng ngành



Nguồn: Bloomberg, ước tính của Vietcap (cập nhật ngày 30/07/2025). * EPS trượt của GMD không tính lợi nhuận từ thoái vốn và thu nhập/chi phí khác. Chúng tôi sử dụng EPS báo cáo cho các công ty cùng ngành.

Hình 22 cho thấy GMD đang giao dịch với P/E ở mức cao hơn (cả trượt và dự báo cho 2025-26) so với các công ty cùng ngành trong khi EV/EBITDA (cả trượt và dự báo cho 2025) của GMD nhìn chung đang giao dịch ở mức khá tương đối hoặc cao hơn một chút so với các công ty cùng ngành. Công ty nổi bật với tăng trưởng tốt hơn (doanh thu, LNST sau lợi ích CBTS và EBITDA), đòn bẩy tài chính thấp và hiệu quả sử dụng vốn tốt hơn nhẹ, với ROE và ROA cao hơn nhẹ so với trung bình của các công ty cùng ngành.

Do so sánh với các doanh nghiệp trong khu vực, chúng tôi ưu tiên sử dụng hệ số EV/EBITDA thay vì hệ số P/E, vì EV/EBITDA phản ánh rõ ràng hơn hiệu quả hoạt động cốt lõi của doanh nghiệp khi loại bỏ ảnh hưởng của khấu hao, chi phí vốn, cấu trúc tài chính, thuế và các khoản chi phí phi tiền mặt khác. Ngoài ra, so với P/E, EV/EBITDA giúp giảm đáng kể sự sai lệch do khác biệt về chuẩn mực kế toán giữa các quốc gia (gồm những khác biệt trong chính sách thuế, phương pháp khấu hao,...), từ đó mang lại thước đo định giá nhất quán và dễ so sánh hơn.

GMD hiện đang giao dịch với EV/EBITDA trượt là 8,0 lần, cao hơn nhẹ so với mức trung vị của các công ty cùng ngành là 7,6 lần. Trong trung bình giai đoạn 2025–2026, hệ số EV/EBITDA của GMD nhìn chung tương đương với các doanh nghiệp cùng ngành. Chúng tôi đánh giá mức định giá hiện tại là khá hấp dẫn, được hỗ trợ bởi vị thế cạnh tranh tương đối của Việt Nam so với các nước trong khu vực, vị thế dẫn đầu của GMD trong ngành cảng biển trong nước, cũng như kế hoạch mở rộng công suất – những yếu tố mà chúng tôi tin rằng sẽ giúp GMD có triển vọng tăng trưởng vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành.

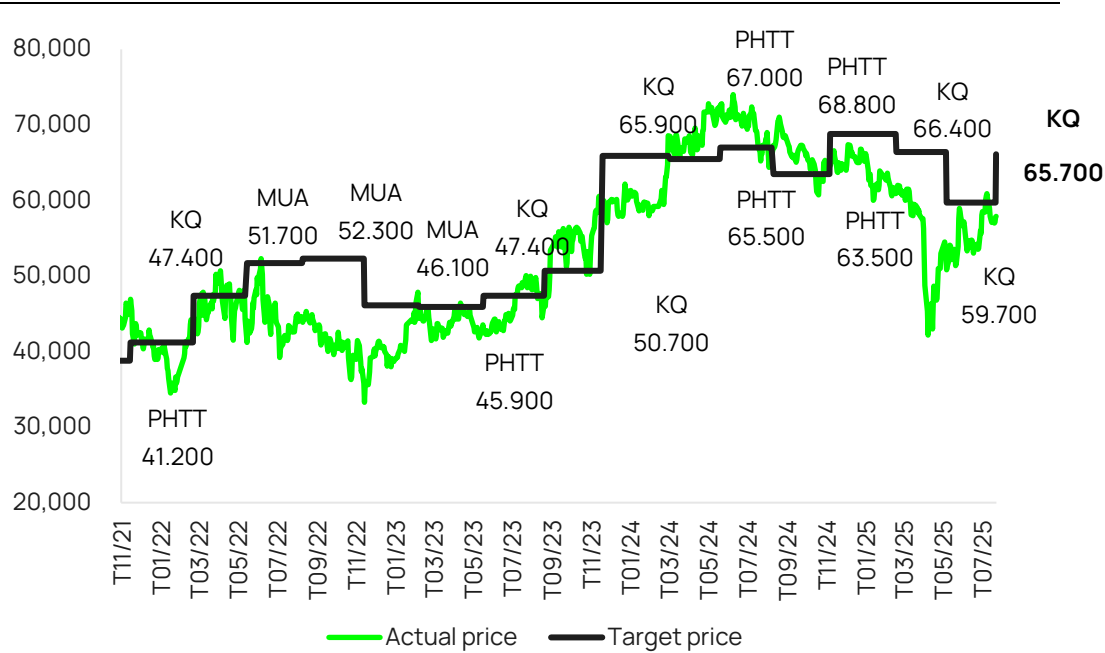
Hình 22: Các công ty cùng ngành của GMD

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa thị trường (tr USD)	Doanh số trượt (tr USD)	Doanh số trượt YoY	LNST trượt (tr USD)	LNST trượt YoY	CAGR doanh số 5 năm gần nhất	CAGR LNST-CBTS 5 năm gần nhất	** CAGR EBITDA 5 năm gần nhất	Nợ ròng/CSH quý gần nhất	ROE 2024 %	ROA 2024 %	ROE TB 5 năm %	ROA TB 5 năm %	P/E trượt x	EV / EBITDA trượt x**	P/E TB 2025-26 x	EV / EBITDA TB 2025-26 x***
China Merchants Port	TQ	6.990	2.280	3%	1.240	18%	6%	9%	1%	24%	8%	2%	7%	2%	7,1x	10,0x	6,7x	7,1x
Qingdao Port	TQ	7.650	2.680	7%	802	7%	9%	7%	9%	-21%	13%	9%	13%	8%	7,3x	5,9x	7,3x	5,2x
Shanghai Port	TQ	18.840	5.360	0%	2.260	5%	1%	11%	7%	10%	12%	7%	11%	7%	8,8x	7,0x	10,5x	8,0x
Tangshan Port	TQ	3.410	759	-7%	272	-12%	-13%	2%	0%	-31%	10%	8%	10%	8%	13,4x	6,7x	12,6x	5,5x
China Merchants Port Holding	Hong Kong	8.220	1.520	3%	1.160	34%	6%	-1%	-2%	17%	8%	5%	7%	4%	8,2x	7,6x	9,2x	7,5x
Westports	Malaysia	4.620	538	11%	204	14%	6%	9%	6%	14%	24%	14%	24%	14%	21,3x	13,4x	19,4x	12,2x
Intl Container Term Svcs	Philippines	16.390	2.850	16%	967	25%	13%	83%	19%	200%	53%	11%	51%	10%	19,1x	10,9x	16,9x	10,0x
GMD	Việt Nam	931	214	30%	88*	76%*	13%	21%*	17%	-21%	13%*	9%*	12%*	7%*	14,6x*	8,0x	16,8x*	7,4x
Trung vị cùng ngành		7.650	2.280	3%	967	14%	6%	9%	6%	14%	12%	8%	11%	8%	8,8x	7,6x	10,5x	7,5x
Trung bình cùng ngành		9.446	2.284	5%	986	13%	4%	17%	6%	30%	18%	8%	18%	8%	12,2x	8,8x	11,8x	7,9x

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (cập nhật ngày 30/07/2025). Định giá giai đoạn 2025-26 của GMD dựa trên dự báo trường hợp cơ sở của Vietcap. *Đối với các số liệu này của GMD, chúng tôi sử dụng thu nhập cốt lõi (không bao gồm thu nhập từ thoái vốn và các khoản thu nhập/chi phí khác). **Chúng tôi áp dụng EBITDA trượt bao gồm đóng góp từ các CTLK. ***Báo cáo đồng thuận của Bloomberg không tiết lộ đóng góp dự kiến từ các CTLK cho các công ty cùng ngành, chúng tôi sử dụng kết quả cả năm 2024 để dự báo EBITDA năm 2025 và năm 2026 bao gồm thu nhập/(lỗ) từ các CTLK.

Diễn biến khuyến nghị

Hình 23: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap (giá mục tiêu được điều chỉnh dựa theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu lưu hành)

Báo cáo Tài chính (Kịch bản cơ sở)

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	4.832	5.377	5.781	6.131
Giá vốn hàng bán	-2.671	-3.029	-3.291	-3.432
Lợi nhuận gộp	2.162	2.348	2.490	2.700
Chi phí bán hàng	-247	-297	-326	-343
Chi phí quản lí DN	-569	-580	-600	-580
LN thuần HKKD	1.345	1.472	1.563	1.778
Thu nhập tài chính	418	150	29	49
Chi phí tài chính	-150	-135	-135	-117
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	-139	-109	-109	-91
Lợi nhuận từ công ty LDLK	816	876	879	904
Lỗ/lãi thuần khác	-349	-16	-16	-16
LNTT	2.080	2.347	2.320	2.597
Thuế TNDN	-175	-287	-284	-318
LNST trước CĐTS	1.905	2.059	2.036	2.279
Lợi ích CĐ thiếu số	446	559	547	592
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.459	1.501	1.488	1.687
LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi*	1.405	1.514	1.501	1.699
EBITDA	1.751	2.013	2.233	2.452
EPS báo cáo, VND*	3.665	3.304	3.228	3.604
EPS pha loãng, VND*	3.665	3.304	3.228	3.604
EPS cốt lõi, pha loãng, VND*	3.529	3.332	3.256	3.631
DPS báo cáo, VND**	2.000	2.200	2.300	2.400
DPS/EPS (%)	55%	67%	71%	67%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	25,7%	11,3%	7,5%	6,1%
Tăng trưởng LN HĐKD	20,5%	9,4%	6,2%	13,7%
TT LNST sau lợi ích CĐTS	-35,2%	2,8%	-0,8%	13,3%
TT LNST sau lợi ích CĐTS cốt	81,6%	7,7%	-0,8%	13,2%
TT EPS cốt lõi*	77,1%	-5,6%	-2,3%	11,5%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp	44,7%	43,7%	43,1%	44,0%
Biên LN từ HĐ	27,8%	27,4%	27,0%	29,0%
Biên EBITDA	36,2%	37,4%	38,6%	40,0%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	30,2%	27,9%	25,7%	27,5%
ROE	13,4%	11,9%	11,2%	12,1%
ROA	8,9%	8,0%	7,4%	7,9%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	10,4	11,7	12,8	13,0
Số ngày phải thu	94,9	94,3	98,2	98,9
Số ngày phải trả	67,0	87,7	114,9	117,3
TG luân chuyển tiền	38,3	18,3	-3,9	-5,3
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	3,2x	1,4x	1,6x	1,8x
CS thanh toán nhanh	2,5x	0,8x	1,0x	1,2x
CS thanh toán tiền mặt	1,9x	0,2x	0,4x	0,6x
Nợ/Tài sản	13,7%	13,8%	10,9%	8,5%
Nợ/Vốn sử dụng	13,6%	14,8%	12,0%	9,4%
Nợ/Vốn CSH	5,1%	-9,0%	11,4%	5,0%
Khả năng thanh toán lãi vay	9,6x	13,6x	14,4x	19,6x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	3.964	370	934	1.468
Đầu tư TC ngắn hạn	1.021	1.021	1.021	1.021
Các khoản phải thu	1.235	1.451	1.560	1.655
Hàng tồn kho	83	110	120	125
TS ngắn hạn khác	372	403	433	460
Tổng TS ngắn hạn	6.676	3.356	4.069	4.728
TS dài hạn (gộp)	6.884	11.057	11.137	11.367
- Khấu hao lũy kế	-2.851	-3.393	-4.062	-4.737
TS dài hạn (ròng)	4.033	7.664	7.074	6.630
Đầu tư TC dài hạn	3.841	5.565	6.303	7.067
TS dài hạn khác	3.436	3.347	3.408	3.489
Tổng TS dài hạn	11.310	16.575	16.785	17.186
Tổng Tài sản	17.986	19.931	20.854	21.914
Phải trả ngắn hạn	462	994	1.079	1.126
Nợ ngắn hạn	422	463	463	463
Nợ ngắn hạn khác	1.223	886	953	1.011
Tổng nợ ngắn hạn	2.107	2.343	2.495	2.599
Nợ dài hạn	1.745	2.155	1.755	1.355
Nợ dài hạn khác	380	399	409	417
Tổng nợ	4.232	4.897	4.659	4.372
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	4.140	4.202	4.265	4.329
Thặng dư vốn CP	3.920	3.920	3.920	3.920
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	3.621	4.281	4.832	5.522
Vốn khác	705	705	705	705
Lợi ích CĐTS	1.368	1.926	2.474	3.066
Vốn chủ sở hữu	13.753	15.034	16.195	17.542
Tổng cộng nguồn vốn	17.986	19.931	20.854	21.914
Số CP lưu hành cuối năm, tr	414,0	420,2	426,5	432,9
Số CP lưu hành tr.bình, tr**	368,3	420,2	426,5	432,9

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	1.472	3.964	370	934
Lợi nhuận sau thuế	1.459	1.501	1.488	1.687
Khấu hao	406	542	670	675
Thay đổi vốn lưu động	-556	-46	-113	-123
Điều chỉnh khác	338	-378	-279	-315
Tiền từ hoạt động KD	1.647	1.619	1.766	1.923
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.586	-4.170	-80	-230
Đầu tư, ròng	92	-714	154	172
Tiền từ HĐ đầu tư	-1.495	-4.884	74	-58
Cổ tức đã trả	-917	-840	-938	-996
Tăng (giảm) vốn cổ phần	3.059	62	63	64
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-24	41	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	227	410	-400	-400
Tiền từ các hoạt động khác	-8	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	2.337	-328	-1.275	-1.332
Tổng lưu chuyển tiền tệ	2.492	-3.594	565	533
Tiền cuối năm	3.964	370	934	1.468

Nguồn: GMD, dự báo của Vietcap. *Tính toán lợi nhuận cốt lõi loại trừ tác động từ việc thoái vốn khỏi cảng và các khoản thu nhập/lỗ khác. **DPS dự kiến được công bố cho năm tài chính (trong đó, sẽ được thanh toán vào năm sau).

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Hoàng Gia Huy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức
Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.