

CTCP Gemadept (GMD)

MUA +28,4%

Ngành	Cảng
Ngày báo cáo	20/11/2025
Giá hiện tại	62.600 VND
Giá mục tiêu	78.200 VND
Giá mục tiêu gần nhất	65.700 VND
TL tăng	24,9%
Lợi suất cổ tức	3,5%
Tổng mức sinh lời	+28,4%

GT vốn hóa	26,4 nghìn tỷ đồng
Room KN	2,5 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	200,6 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	420,2 tr
Pha loãng	420,2 tr

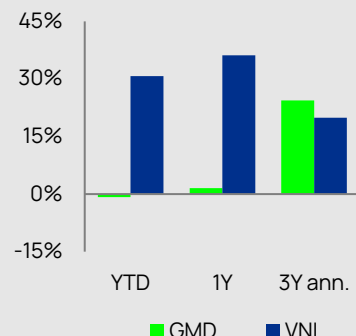
	GMD	VNI
P/E (trượt)*	15,3x	14,8x
P/B (hiện tại)	2,1x	1,8x
ROE*	14,8%	12,8%
ROA*	9,9%	2,0%

* Áp dụng lợi nhuận cốt lõi, loại trừ khoản lợi nhuận từ thoái vốn 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	5.955	6.862	7.473
% YoY	26%	23%	15%	9%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	1.459	1.504	2.032	2.209
% YoY	-35%	3%	35%	9%
EPS cốt lõi*	77%	7%	19%	7%
Biên LN gộp	44,7%	44,6%	45,1%	45,6%
Biên EBITDA	36,2%	36,6%	39,8%	40,8%
Biên LN từ HĐKD	27,8%	27,6%	30,0%	31,6%
Biên LN ròng	30,2%	25,3%	29,6%	29,6%
DTTD/DT	-10,7%	-42,1%	25,5%	27,2%
EV/EBITDA	10,1x	8,1x	6,6x	6,2x
P/E*	17,7x	16,6x	14,2x	13,3x
P/B	2,1x	2,0x	1,9x	1,8x
ROE*	13,4%	13,4%	15,0%	15,0%

Hưởng lợi từ triển vọng thương mại khởi sắc; Định giá hấp dẫn

- Chúng tôi nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA và điều chỉnh tăng 19% giá mục tiêu lên 78.200 đồng/cổ phiếu đối với CTCP Gemadept (GMD). Trong báo cáo cập nhật này, chúng tôi chuyển sang sử dụng một kịch bản dự báo duy nhất (thay vì 3 kịch bản như trước đây), do mức độ bất định của thương mại đến từ thuế quan Mỹ đã giảm đáng kể, kể từ lần cập nhật gần nhất.
- Mức tăng trong giá mục tiêu đến từ mức tăng lần lượt 20%/40% trong định giá hợp nhất đối với mảng cảng & logistics/Gemalink (GML), được thúc đẩy bởi (1) Quan điểm tích cực hơn đối với thương mại của Việt Nam, khi tác động từ thuế quan từ Mỹ nhẹ hơn dự kiến, nhờ mức thuế chênh lệch thuận lợi cho Việt Nam, được thể hiện qua dữ liệu thương mại/thông lượng hàng hóa duy trì ở mức khỏe của Việt Nam/các cảng của GMD trong quý 3 và tháng 10; và (2) chúng tôi cập nhật giá mục tiêu sang cuối năm 2026. Dự báo cho GML được điều chỉnh tăng mạnh hơn mảng kinh doanh hợp nhất (bao gồm cảng NDV, các cảng phía Nam và mảng logistics) do (1) Định giá của GML trước đây bị điều chỉnh giảm mạnh hơn do mức độ phụ thuộc vào thị trường Mỹ cao hơn; và (2) thông lượng và lợi nhuận trong 9T của GML vượt đáng kể so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi. Những yếu tố này bù đắp cho mức giảm 16% trong định giá mảng cao su, do giá trị sổ sách bị điều chỉnh giảm trong quý 3 vì công ty tiếp tục trích lập dự phòng đối với các tài sản này.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng khoảng 30%/năm đối với LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi giai đoạn 2026–2030, chủ yếu phản ánh triển vọng thương mại tích cực hơn của Việt Nam. Chúng tôi hiện giả định sụt giảm sản lượng hàng hóa xuất sang Mỹ xuống 0% (so với 20% trong kịch bản cơ sở trước đây), qua đó nâng dự báo thông lượng hàng hóa và biên lợi nhuận dự phóng tại tất cả các cảng trong giai đoạn này.
- Đối với dự báo năm 2025, chúng tôi điều chỉnh tăng 13% dự báo LNST cốt lõi sau lợi ích CĐTS, nhưng giữ nguyên dự báo lợi nhuận báo cáo do GMD ghi nhận nhiều khoản chi phí bất thường trong quý 3. Dự báo lợi nhuận cốt lõi cao hơn chủ yếu nhờ (1) điều chỉnh tăng thông lượng hàng hóa qua tại tất cả các cảng; và (2) điều chỉnh tăng 9% lợi nhuận/TEU của GML, do KQKD quý 3 vượt kỳ vọng. Diễn biến này bị ảnh hưởng một phần bởi mức tăng trong dự báo chi phí SG&A, dựa trên KQKD quý 3.
- Yếu tố hỗ trợ: Thoái vốn tài sản không cốt lõi; tăng phí dịch vụ bốc dỡ cảng nước sâu (**trang 7**); Phê duyệt kéo dài chiều dài bến cảng của GML (**trang 9**)

Chúng tôi có quan điểm lạc quan hơn về triển vọng thương mại của Việt Nam do dữ liệu cho thấy thuế quan của Mỹ có tác động hạn chế lên Việt Nam. Xuất khẩu của Việt Nam tăng 18% YoY và 10% QoQ trong quý 3, với mức tăng trưởng của riêng tháng 9/tháng 10 (các tháng sau giai đoạn nhập hàng trước khi áp thuế (front-loading) kết thúc vào tháng 8) lần lượt là 17%/25% YoY. Chỉ số PMI chung, PMI đơn hàng mới và PMI đơn hàng xuất khẩu mới đã phục hồi kể từ tháng 7, đạt mức trên 50 trong 2 tháng qua. FDI cũng đang duy trì đà tăng trưởng tốt. GMD ghi nhận thông lượng mạnh trong quý 3 (NDV -4% QoQ từ mức nền cao, +11% YoY; GML +11% QoQ, +3% YoY từ mức nền cao) và tháng 10 (NDV 140 nghìn TEU; GML 180 nghìn TEU – các mức cao kỷ lục).

Định giá hấp dẫn, so với mức trung bình 5 năm và so với các công ty cùng ngành. GMD đang giao dịch ở mức P/E và EV/EBITDA dự phóng năm 2026 dưới mức trung bình 5 năm khoảng 1 độ

lệch chuẩn. Để so sánh với các công ty cùng ngành, chúng tôi sử dụng EV/EBITDA (mà chúng tôi tin là một thước đo tốt hơn so với P/E để so sánh các công ty cùng ngành). GMD đang giao dịch ở mức EV/EBITDA trượt 12T và dự phóng năm 2026 là 8,9 lần và 6,6 lần, đây là mức cao hơn so với mức trung vị của các đối thủ Trung Quốc (5,3 lần và 5,8 lần), và là mức chiết khấu so với mức trung vị của các đối thủ ngoài Trung Quốc (10,9 lần và 9,8 lần). Chúng tôi cho rằng mức định giá cao hơn so với các đối thủ Trung Quốc là hợp lý, do rào cản thương mại mà Trung Quốc phải đối mặt cao hơn đáng kể so với Việt Nam. So với các quốc gia ngoài Trung Quốc, chúng tôi xem mức định giá của GMD là hấp dẫn, do triển vọng thương mại tương đối mạnh hơn của Việt Nam so với các quốc gia này, vị thế dẫn đầu của GMD trong ngành cảng nội địa và các kế hoạch mở rộng công suất của công ty, mà theo quan điểm của chúng tôi, sẽ đem đến mức tăng trưởng mạnh mẽ hơn cho GMD so với các công ty cùng ngành này. Bên cạnh đó, GMD trong lịch sử đã giao dịch ở mức cao hơn đáng kể so với các công ty cùng ngành, khiến định giá hiện tại càng trở nên hấp dẫn hơn (chi tiết thêm ở **trang 13**).

Triển vọng năm 2025: Các cảng dự kiến tăng trưởng mạnh trong quý 4 do yếu tố mùa vụ

Hình 1: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 cũ	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2025 mới/KQ 2024	Dự báo 2025 điều chỉnh s/v trước đây
Tổng doanh thu	4.832	5.377	5.955	23%	* Chúng tôi nâng dự phóng tăng trưởng thông lượng so với cùng kỳ trong năm 2025 đối với NDV và các cảng phía Nam (trừ GML) lần lượt lên 15% (từ 7%) và 18% (từ 5%), vì kết quả 9T 2025 tốt hơn kỳ vọng do thuế quan của Mỹ có tác động tiêu cực ít hơn so với kỳ vọng trước đây của chúng tôi. Điều này được thể hiện qua kết quả tăng trưởng thương mại tốt của Việt Nam, ngay cả sau khi hiệu ứng nhập hàng trước áp thuế giảm dần sau tháng 8, và kết quả PMI tích cực trong những tháng gần đây (Xem trang 5). * Chúng tôi nâng tăng trưởng giá dịch vụ trung bình so với cùng kỳ trong năm 2025 cho các cụm cảng này thêm 1% do kết quả 9T 2025 tốt hơn một chút so với kỳ vọng. * Dự phóng của chúng tôi tương ứng thông lượng quý 4 của NDV sẽ tăng 16% QoQ, và của các cảng phía Nam (trừ GML) sẽ tăng 5% QoQ. Điều này được thúc đẩy bởi (1) NDV3 bắt đầu hoạt động trong tháng 10, và (2) nhu cầu cao trong quý 4 do yếu tố mùa vụ. * GMD cho biết thông lượng tháng 10 của NDV là 140.000 TEU, và của GML là 180.000 TEU – mức cao kỷ lục. * Số liệu thông lượng quý 3 chi tiết của từng cảng được trình bày trong Hình 7.
Cảng	4.201	4.682	5.260	25%	
Logistics	632	695	695	10%	
Lợi nhuận gộp	2.162	2.348	2.654	23%	
Cảng	1.965	2.069	2.341	19%	
Logistics	197	278	313	59%	* Dự phóng cao hơn do chi phí SG&A quý 3 cao. Theo GMD: - Chi phí bán hàng quý 3 cao (chủ yếu là hoa hồng) là do tăng trưởng thông lượng và một số điều chỉnh trong chính sách bán hàng. - Chi phí quản lý doanh nghiệp (G&A) quý 3 cao là do (1) chi phí lương thưởng được ghi nhận trong quý, và (2) trích lập dự phóng cho mảng cao su khoảng 100 tỷ đồng theo ước tính của chúng tôi.
Chi phí SG&A	-816	-876	-1.010	24%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.345	1.472	1.643	22%	
Thu nhập tài chính	418	150	190	-54%	
Chi phí tài chính	-150	-135	-161	7%	
Thu nhập ròng từ công ty liên kết (CTLK)	816	876	1.017	25%	* Gemalink (71% thu nhập tài chính ròng từ các khoản đầu tư CTLK năm 2025): Chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận ròng năm 2025 thêm 24% lên 1,1 nghìn tỷ đồng (+36% YoY), do chúng tôi nâng thông lượng khoảng 13% và lợi nhuận trên mỗi TEU khoảng 10% nhờ kết quả quý 3 tích cực – chủ yếu do tác động của thuế quan Mỹ lên hoạt động thương mại của Việt Nam ít hơn kỳ vọng. * SCS (23%): Chúng tôi duy trì dự phóng lợi nhuận năm 2025 là 694 tỷ đồng (đi ngang so với cùng kỳ), như đã đề cập trong Báo cáo Cập nhật SCS của chúng tôi, ngày 29/5/2025. * GMD ghi nhận "các chi phí khác" cao bất thường ở mức 123 tỷ đồng (-5% QoQ từ mức nền cao, +52% YoY), chủ yếu do dự án cao su và chi phí lương thưởng.
Lãi/lỗ khác	-349	-16	-256	-27%	
LNTT	2.080	2.347	2.434	17%	
LNST	1.905	2.059	2.136	12%	
Lợi ích CĐTS	446	559	632	42%	
LNST sau lợi ích CĐTS	1.459	1.501	1.504	3%	* Dự phóng biên lợi nhuận gộp cao hơn một chút do chúng tôi nâng dự phóng thông lượng, một phần bị ảnh hưởng bởi kết quả quý 3 yếu. Biên lợi nhuận gộp quý 3 giảm mạnh, do chi phí thuê ngoài trong giá vốn hàng bán (COGS) tăng mạnh vượt kỳ vọng (chiếm khoảng 70% COGS quý 3; +26% QoQ, +56% YoY). * Dự phóng thấp hơn do kết quả quý 3 tốt hơn kỳ vọng.
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi*	1.405	1.514	1.709	22%	
Biên lợi nhuận gộp	44,7%	43,7%	44,6%		
Cảng	46,8%	44,2%	44,5%		
Logistics	31,2%	40,0%	45,0%		
Chi phí SG&A/DT	16,9%	16,3%	17,0%		
Biên lợi nhuận từ HĐKD	27,8%	27,4%	27,6%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	30,2%	27,9%	25,3%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	29,1%	28,1%	28,7%		

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: Triển vọng khởi sắc hơn khi Việt Nam ghi nhận đà tăng trưởng thương mại tốt hơn dự kiến trong bối cảnh áp thuế đối ứng từ Mỹ

Hình 2: Dự báo năm 2026 của Vietcap

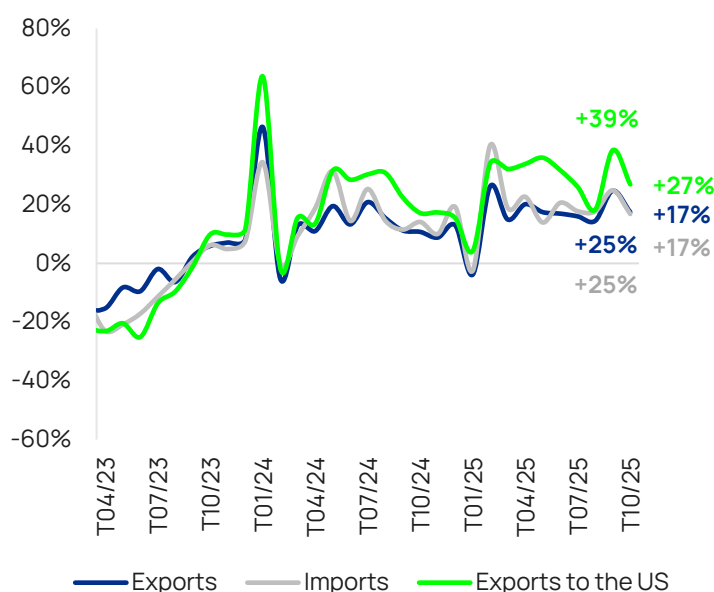
Tỷ đồng	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2026 cũ	Dự báo 2026 mới	Dự báo 2026 YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Nhận định của Vietcap
Tổng doanh thu	5.955	5.781	6.862	15%	19%	* Các dự phóng của chúng tôi cao hơn so với trước đây do chúng tôi có quan điểm tích cực hơn về triển vọng thương mại của Việt Nam (Xem trang tiếp theo). * Chúng tôi kỳ vọng thông lượng năm 2026 của NDV sẽ tăng 18% YoY (so với 14% trước đây) lên 1,8 triệu TEU khi NDV3 đi vào hoạt động. Giả định NDV 1 & 2 hoạt động hết công suất, các dự phóng của chúng tôi tương đương dự phóng NDV3 hoạt động ở hiệu suất sử dụng khoảng 80% trong năm 2026, phù hợp với kế hoạch của ban lãnh đạo. * Đối với các cảng phía Nam (trừ GML), chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng thông lượng đạt 8% YoY (cao hơn so với giả định -1% trước đây). * Chúng tôi giả định giá dịch vụ trung bình của các cảng sẽ tăng dưới 5% YoY, được thúc đẩy bởi nỗ lực của GMD nhằm tăng doanh thu trên mỗi TEU thông qua việc cung cấp nhiều dịch vụ giá trị gia tăng hơn.
Cảng	5.260	5.023	6.097	16%	21%	
Logistics	695	758	764	10%	1%	
Lợi nhuận gộp	2.654	2.490	3.092	17%	24%	
Cảng	2.341	2.190	2.744	17%	25%	
Logistics	313	299	348	11%	16%	* Mức giảm so với cùng kỳ đến từ việc chúng tôi dự phóng số dư tiền mặt & đầu tư ngắn hạn cuối năm 2025 sẽ giảm hơn 50% YoY, do chi phí đầu tư XD CB cao của GMD trong năm 2025. * Gemalink (75% thu nhập tài chính ròng từ các khoản đầu tư CTLK năm 2026): Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng năm 2026 sẽ tăng 22% YoY lên khoảng 1,36 nghìn tỷ đồng, được thúc đẩy bởi tăng trưởng thông lượng 8% lên khoảng 2,07 triệu TEU (hiệu suất hoạt động 138%), và lợi nhuận trên mỗi TEU tăng 13% chủ yếu nhờ lợi thế quy mô. Liên quan đến hiệu suất hoạt động 138%, GMD lưu ý rằng Gemalink có thể hoạt động trên 100% công suất bằng cách hợp tác với các bến cảng lân cận để tăng cường năng lực bốc dỡ. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng các thỏa thuận như vậy sẽ yêu cầu cơ chế chia sẻ lợi nhuận. Theo đó, chúng tôi giả định giá dịch vụ trung bình chỉ tăng 2% YoY – vẫn có tăng trưởng, đến từ việc GML triển khai thêm các dịch vụ giá trị gia tăng để tăng doanh thu trên mỗi TEU. * SCS (20%): Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng sẽ tăng 3% YoY lên 712 tỷ đồng. Chi tiết xem thêm trong Bảo cáo Cập nhật SCS mới nhất của chúng tôi, ngày 29/5/2025.
Chi phí SG&A	-1.010	-926	-1.034	2%	12%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.643	1.563	2.058	25%	32%	
Thu nhập tài chính	190	29	18	-90%	-36%	
Chi phí tài chính	-161	-135	-130	-19%	-4%	
Thu nhập ròng từ công ty liên kết (CTLK)	1.017	879	1.184	16%	35%	* Thấp hơn so với cùng kỳ, do chúng tôi giả định lợi thế quy mô tốt hơn, và các chi phí bất thường cao trong năm 2025 sẽ không tái diễn trong năm 2026.
Lãi/lỗ khác	-256	-16	-34	-87%	113%	
LNTT	2.434	2.320	3.096	27%	33%	
LNST	2.136	2.036	2.718	27%	33%	
Lợi ích CĐTS	632	547	686	9%	25%	
LNST sau lợi ích CĐTS	1.504	1.488	2.032	35%	36%	
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi*	1.709	1.501	2.059	20%	37%	
Biên lợi nhuận gộp	44,6%	43,1%	45,1%			
Cảng	44,5%	43,6%	45,0%			
Logistics	45,0%	39,5%	45,5%			
Chi phí SG&A/DT	17,0%	16,0%	15,1%			
Biên lợi nhuận từ HĐKD	27,6%	27,0%	30,0%			
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	25,3%	25,7%	29,6%			
Biên LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	28,7%	26,0%	30,0%			

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

Dữ liệu thương mại của Việt Nam vẫn duy trì đà tăng trưởng mạnh sau khi thuế đối ứng của Mỹ có hiệu lực, nhờ vào mức thuế thuận lợi với mức chênh lệch không đáng kể so với các quốc gia trong khu vực

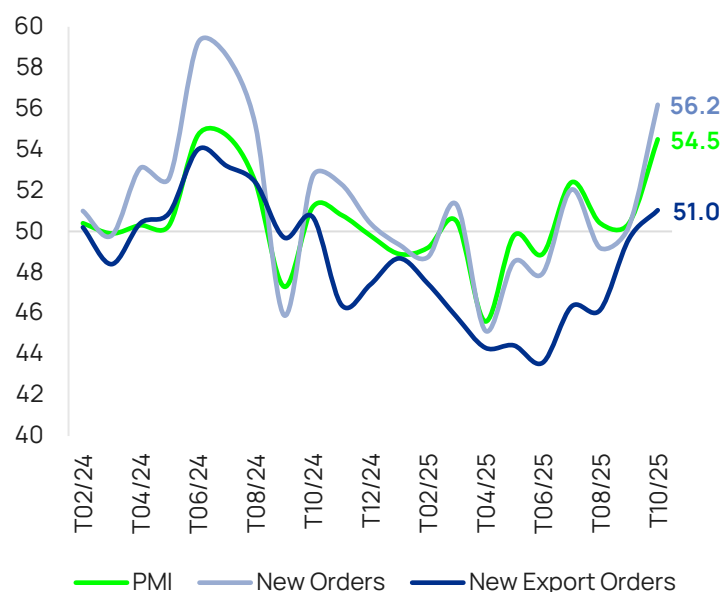
Tăng trưởng xuất nhập khẩu của Việt Nam đã duy trì ở mức 2 con số so với cùng kỳ trong tháng 9 và tháng 10/2025 (tức là sau giai đoạn nhập hàng trước áp thuế). Các chỉ số phụ của PMI – là PMI đơn hàng mới và PMI đơn hàng xuất khẩu mới – đã cho thấy sự phục hồi trên diện rộng trong 3-4 tháng qua, tăng lên mức trên 50 trong tháng 10. Dòng vốn FDI vẫn duy trì tốt với tăng trưởng vốn đăng ký đạt 2 chữ số so với cùng kỳ kể từ đầu năm, và vốn giải ngân tăng trưởng ở mức trên 5% – phù hợp với tốc độ tăng trưởng trước khi áp thuế đối ứng. Chúng tôi cho rằng kết quả khả quan này là nhờ mức chênh lệch thuế quan thấp của Việt Nam so với các quốc gia trong khu vực (Hình 6). Trong khi đó, các yếu tố cơ bản mạnh mẽ đã giúp Việt Nam trở thành một trong những quốc gia hưởng lợi lớn nhất từ chiến lược “Trung Quốc + 1” trong vài năm qua (bao gồm vị trí địa lý gần Trung Quốc, chi phí nhân công thấp, hiệp định FTA nhiều nhất trong khu vực, hạ tầng logistics và năng lượng đang mở rộng, cùng các yếu tố khác) vẫn được duy trì.

Hình 3: Tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu, nhập khẩu của Việt Nam so với cùng kỳ



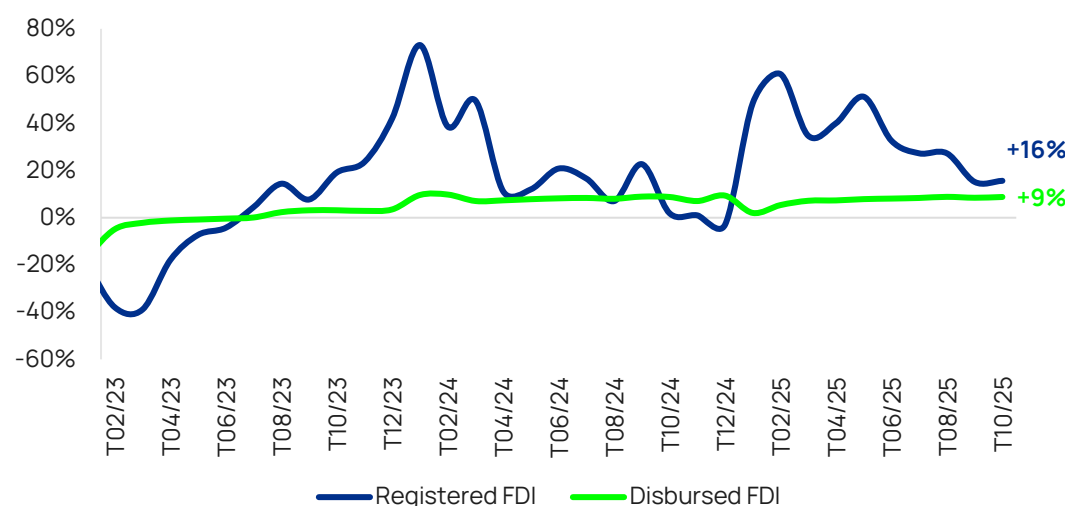
Nguồn: Cục Hải quan, Vietcap

Hình 4: Chỉ số PMI và một số chỉ số PMI phụ của Việt Nam



Nguồn: S&P Global, Vietcap

Hình 5: Vốn FDI đăng ký và giải ngân của Việt Nam, so với cùng kỳ kể từ đầu năm



Nguồn: Bộ Tài chính, Vietcap

Hình 6: Cập nhật mới nhất về thuế đối ứng của Mỹ đối với quốc gia xuất khẩu/đối thủ/đối thủ tiềm năng của Việt Nam (cao đến thấp)

Quốc gia	Thuế quan công bố vào Ngày Giải phóng (Liberation Day)	Công bố thuế quan mới nhất	Thay đổi
Ấn Độ	26%	50%***	+24%
Trung Quốc	25% + 34%*	47%**	-12%
Lào	48%	40%	-8%
Myanmar	44%	40%	-4%
Mexico	25%	25%	0%
Việt Nam	46%	20%	-26%
Bangladesh	37%	20%	-17%
Campuchia	49%	19%	-30%
Thái Lan	36%	19%	-17%
Indonesia	32%	19%	-13%
Malaysia	24%	19%	-5%
Philippines	17%	19%	2%
Hàn Quốc	25%	15%	-10%

Nguồn: Vietcap tổng hợp. Thông tin tính đến ngày 19/11/2025. *25% được áp dụng trong nhiệm kỳ đầu tiên của Tổng thống Trump. **Theo Reuters, ngày 30/10/2025. ***Mỹ đã tăng thuế quan đối với Ấn Độ từ 25% đến 50% vào cuối tháng 8, chủ yếu do bất đồng về nông nghiệp, sữa và việc Ấn Độ tăng cường nhập khẩu dầu Nga.

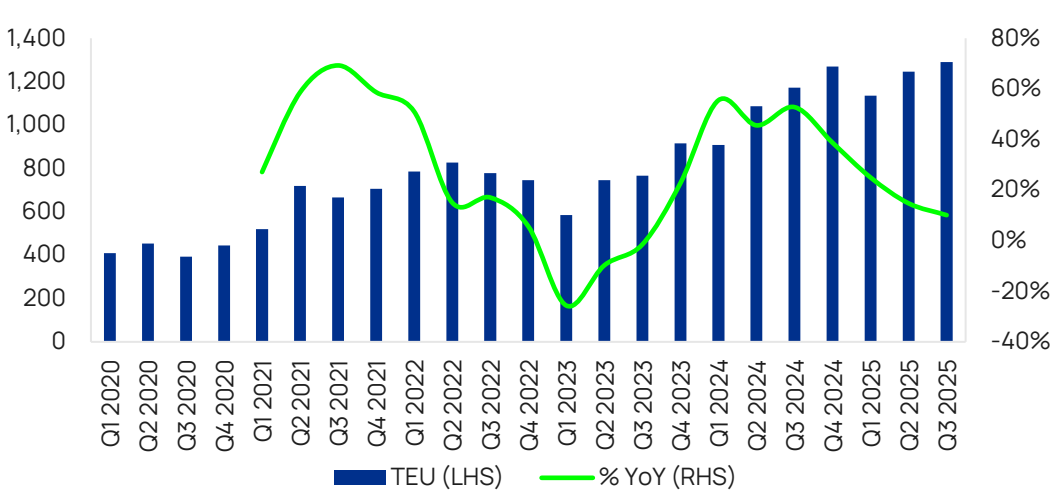
Cập nhật dữ liệu thông lượng của GMD

Hình 7: Kết quả thông lượng 9T 2025 của GMD, và ước tính lợi nhuận/TEU của GML

Nghìn TEU	Q3 2024	Q2 2025	Q3 2025	QoQ	YoY	9T 2024	9T 2025	YoY	Dự báo 2025 mới	KQ 9T / dự báo 2025 mới
Nam Đình Vũ	336	388	373	-4%	11%	917	1.116	22%	1.549	72%
Gemalink (GML)	490	455	506	11%	3%	1.299	1.401	8%	1.917	73%
- Lợi nhuận/TEU của GML ('000 VND / USD)	478 / 18,4	536 / 20,6	631 / 24,3	18%	32%	364 / 14,0	577 / 22,2	59%	583 / 22,4	99%
Các cảng phía nam	346	403	412	2%	19%	950	1.154	22%	1.587	73%
Tổng thông lượng	1.172	1.246	1.290	4%	10%	3.166	3.671	16%	5.053	73%

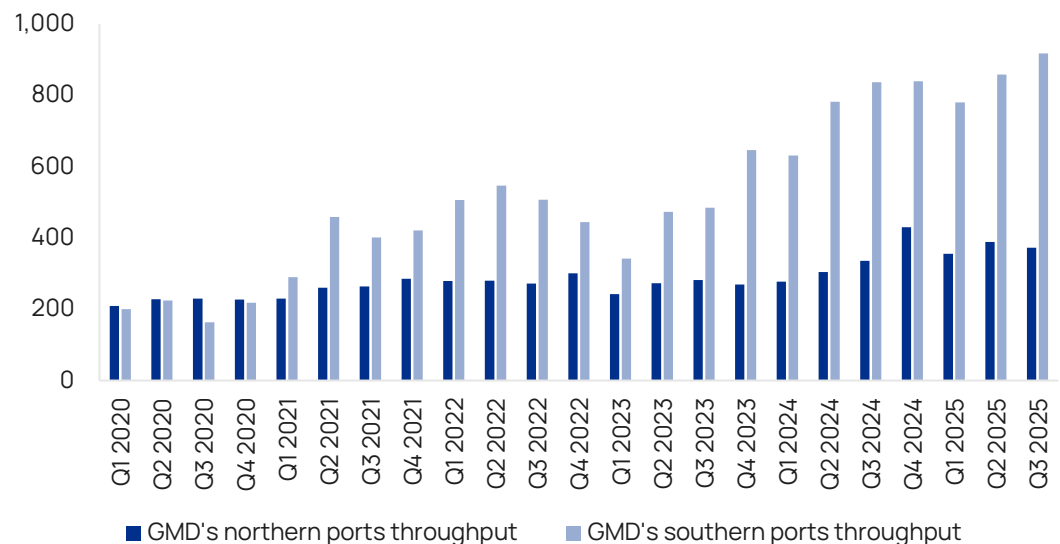
Nguồn: GMD, Vietcap

Hình 8: Tổng thông lượng container của GMD (nghìn TEU)



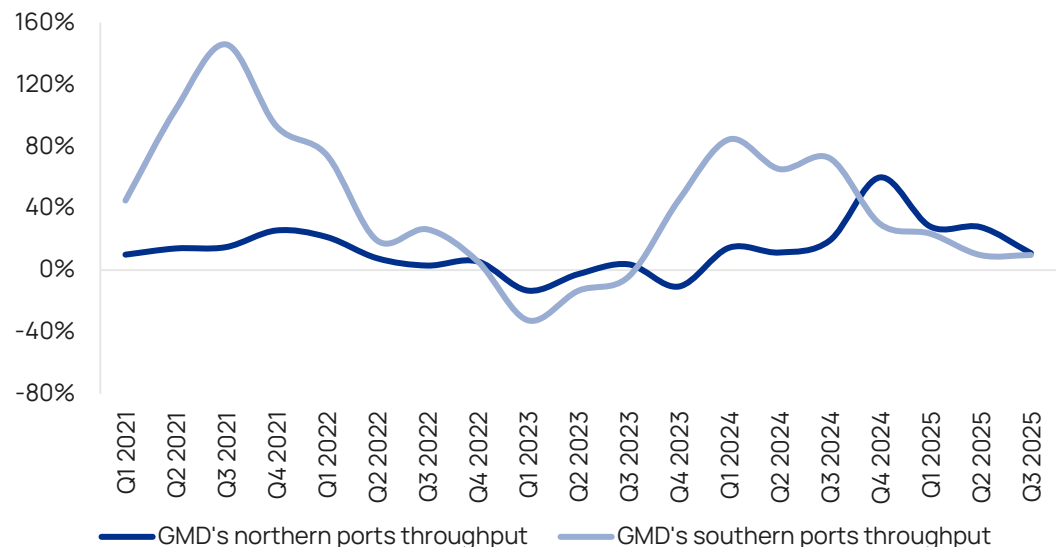
Nguồn: GMD, Vietcap

Hình 9: Thông lượng container của GMD theo khu vực (nghìn TEU)



Nguồn: GMD, Vietcap

Hình 10: Tăng trưởng thông lượng container hàng quý của GMD YoY theo khu vực



Nguồn: GMD, Vietcap

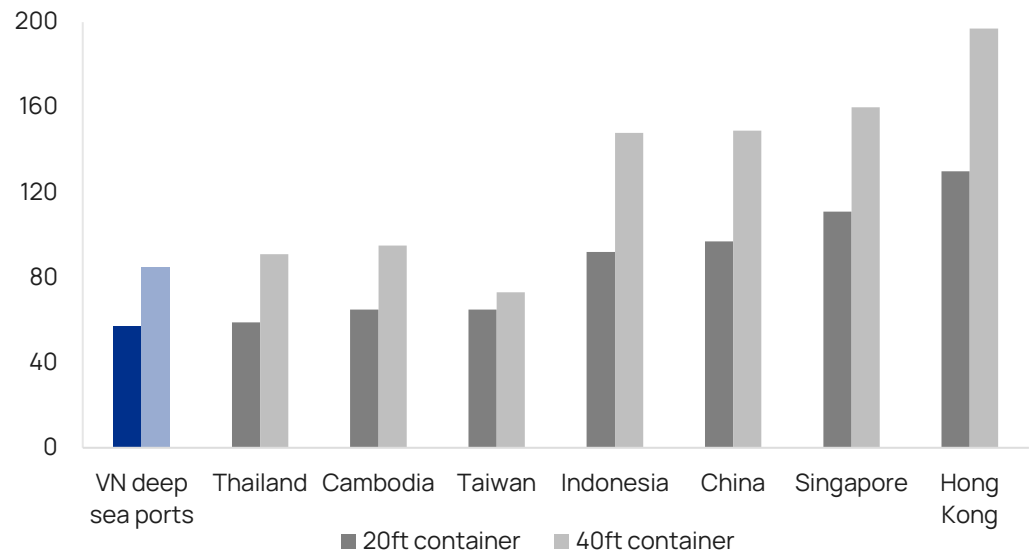
Đề xuất tăng phí xếp dỡ tại các cảng nước sâu của Việt Nam; dự kiến vào quý 1/2026

Bối cảnh: Hiện tại, phí xếp dỡ tại cảng nước sâu của Việt Nam vẫn thấp hơn đáng kể so với mức trung bình khu vực – thường chỉ bằng một nửa hoặc thấp hơn so với mức phí tại các quốc gia như Singapore, Hồng Kông và Indonesia, cùng các quốc gia khác (Hình 11). Điều này dẫn ra bất chấp việc cơ sở hạ tầng cảng, trang thiết bị và chuyển đổi số của Việt Nam ngang tầm hoặc vượt trội so với nhiều quốc gia trong khu vực.

Hơn nữa, tỷ lệ giữa phí xếp dỡ mà các hãng tàu trả cho các nhà khai thác cảng (gọi là "phí xếp dỡ") trên phí xếp dỡ mà các hãng tàu thu từ khách hàng của họ (gọi là "phí THC") tại Việt Nam là thấp nhất so với các quốc gia trong khu vực (Hình 12 và 13).

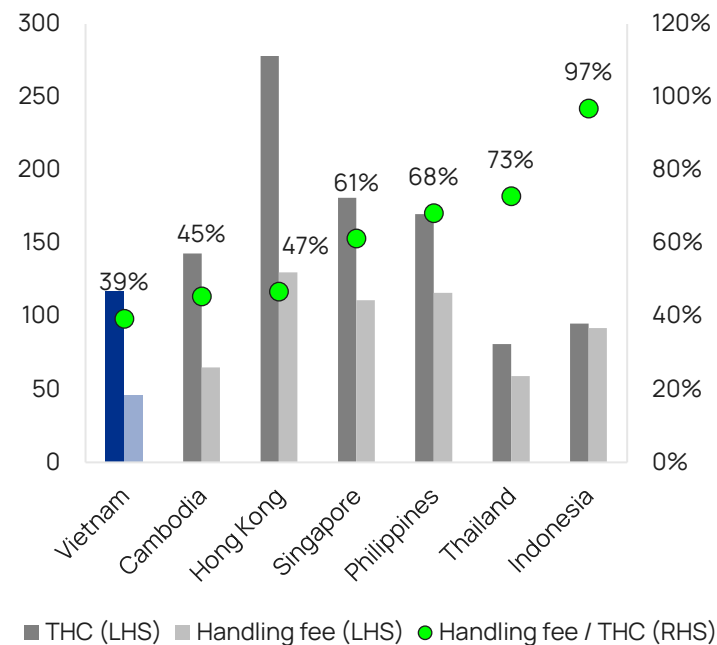
Do đó, các nhà khai thác cảng tại Việt Nam đã gửi đề xuất lên Bộ Giao thông Vận tải để tăng phí xếp dỡ và đang chờ phê duyệt. Hiện tại, mức tăng phí 10–15% đang được xem xét đối với các cảng nước sâu.

Hình 11: Phí xếp dỡ container đã chất hàng – Việt Nam so với các quốc gia trong khu vực (USD/container)



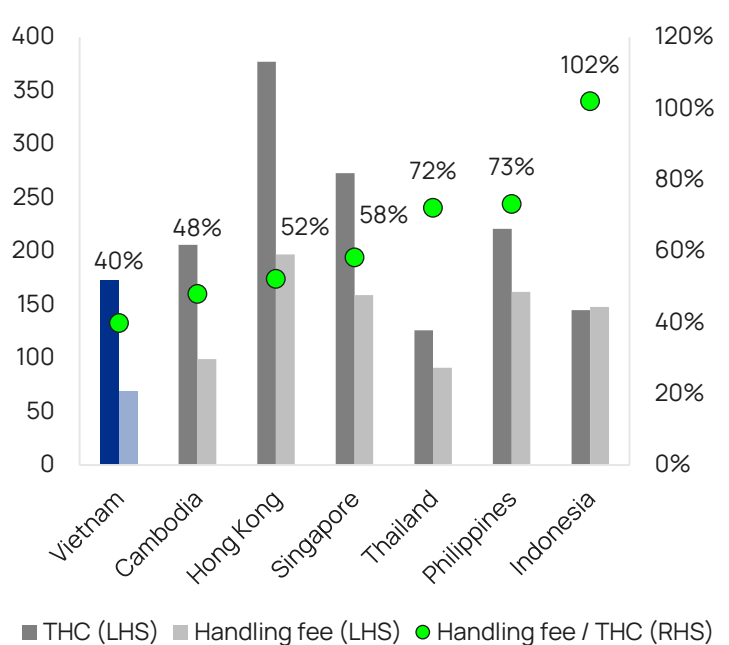
Nguồn: Thông tư 39/2023/TT-BGTVT, Vinamarine, Baochinphu.vn, Vietcap tổng hợp

Hình 12: Phí THC & xếp dỡ – container 20ft (USD/container)



Nguồn: GMD, Vietcap

Hình 13: Phí THC & xếp dỡ – container 40ft (USD/container)



Nguồn: GMD, Vietcap

Triển vọng xa hơn: Trong tương lai, Chính phủ đặt mục tiêu tăng dần phí xếp dỡ cảng nước sâu lên mức 70–80% so với mặt bằng chung của khu vực nhằm khuyến khích tái đầu tư và nâng cấp cảng để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng từ các hãng tàu toàn cầu (ví dụ: ESG, cảng thông minh, cùng các yếu tố khác). Phí cảng sông cũng sẽ tăng, do các yếu tố tương tự như cảng nước sâu, nhưng tốc độ tăng sẽ chậm hơn do tình trạng dư thừa công suất cao.

GMD tin rằng Việt Nam vẫn còn dư địa để tăng phí bốc dỡ thêm 20%-30% nữa sau đợt tăng đầu năm 2026 nhưng không kỳ vọng mức tăng 10%/năm từng năm liên tiếp. Quyết định tăng phí xếp dỡ sẽ phụ thuộc vào Bộ Giao thông Vận tải và điều kiện thị trường vào thời điểm đó.

Chúng tôi tin rằng việc tăng phí sẽ không làm suy yếu khả năng cạnh tranh của các cảng Việt Nam vì mức phí hiện tại còn thấp so với khu vực, và phí bốc dỡ mà các hãng tàu trả cho cảng

(khoảng 60 USD/TEU) là không đáng kể so với cước vận chuyển sang Mỹ, vốn dao động trên mức 3.000 USD/TEU.

Từ những thảo luận trên, chúng tôi cho rằng xác suất được phê duyệt là cao. Tuy nhiên, thời điểm thực hiện vẫn chưa chắc chắn. **Trong cuộc thảo luận gần nhất, ban lãnh đạo chia sẻ rằng việc tăng phí hiện được dự kiến vào quý 1/2026.** Chúng tôi chưa đưa khả năng tăng phí này vào mô hình định giá do chúng tôi muốn duy trì quan điểm thận trọng, chờ đợi thông báo chính thức từ các cơ quan chức năng.

Tiềm năng tăng dự báo: Giả định phí tăng vào quý 1/2026, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng từ năm 2026 trở đi của GML sẽ tăng khoảng 12%/năm so với dự báo hiện tại của chúng tôi. Điều này sẽ giúp định giá của GML tăng 19% và định giá tổng thể của GMD tăng 4% lên 81.100 đồng/cổ phiếu (từ mức 78.200 đồng/cổ phiếu). Tác động đến tổng định giá là hạn chế vì GML là cảng duy nhất của GMD được hưởng lợi từ việc tăng phí này (chỉ áp dụng cho các cảng nước sâu), và GML chỉ đóng góp khoảng 20% vào tổng định giá của GMD.

TP.HCM đề xuất kéo dài bến cảng Gemalink và SSIT; tiềm năng tăng dự báo cho Gemalink

Vào giữa tháng 9, một phái đoàn từ Bộ Xây dựng, do Thứ trưởng Nguyễn Xuân Sang dẫn đầu, đã có buổi làm việc với UBND TP.HCM để thảo luận về quy hoạch cảng biển trên địa bàn thành phố.

UBND TP.HCM đã đề xuất Bộ phê duyệt điều chỉnh để kéo dài bến cảng của GML thêm 356,9 mét về phía thượng lưu và bến cảng SSIT (một cảng nước sâu nằm cạnh Gemalink) thêm 200 mét về phía hạ lưu, qua đó hình thành một tuyến cầu tàu dài hơn và liền mạch. Tuyến cầu tàu dài hơn đồng nghĩa với việc tăng năng lực bốc dỡ container và khả năng tiếp nhận nhiều tàu cùng lúc tốt hơn.

Tác động đối với GMD:

Đề xuất này liên quan trực tiếp đến kế hoạch mở rộng Gemalink giai đoạn 2 (GML2).

Việc xây dựng GML2 trước đó đã bị trì hoãn do GMD xin phê duyệt để kéo dài bến cảng sao cho GML1 + GML2 sẽ tạo thành một tuyến cảng dài 1,1 km (GML1 hiện tại là 800m), với tổng công suất thiết kế là 3 triệu TEU (1,5 triệu TEU mỗi giai đoạn cho GML1 và GML2).

Theo đề xuất mới của thành phố, chiều dài bến cảng quy hoạch cho GML2 sẽ được kéo dài thêm so với kế hoạch ban đầu của GMD. Điều này sẽ làm tăng cả tổng năng lực xếp dỡ và khả năng tiếp nhận nhiều tàu cùng lúc. Tuy nhiên, các chi tiết vẫn đang được thảo luận và các số liệu công suất cập nhật cụ thể vẫn chưa được công bố.

Nhìn chung, chúng tôi đánh giá diễn biến này là tích cực đối với GMD, vì GML có thể đạt được công suất hàng năm cao hơn mức 3 triệu TEU theo kế hoạch trong dài hạn. **Chúng tôi chưa phản ánh tiềm năng tăng giá từ diễn biến này vào dự báo hiện tại cho GMD.**

Định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp tổng 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 ý định thoái vốn các tài sản ngoài ngành của công ty. Trong báo cáo cập nhật này, chúng tôi cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2026.

Định giá SoTP của chúng tôi bao gồm:

(1) Các mảng cảng và logistics hợp nhất, được chúng tôi định giá bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) do các mảng kinh doanh này chủ yếu tạo ra dòng tiền ổn định và dễ dự phóng.

(2) Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS), là một trong những nguồn đóng góp chính vào lợi nhuận ròng từ 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 29/5/2025.

(3) Cảng Gemalink, được chúng tôi định giá bằng phương pháp CKDT. Chúng tôi định giá riêng Gemalink do chưa có đủ thông tin về tình hình tài chính để hợp nhất dự án này vào dự báo kinh doanh 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 mức P/B trung vị bình quân 2 năm của các doanh nghiệp cùng ngành. Chúng tôi so sánh mảng cao su của GMD với các doanh nghiệp thuần về trồng cao su được chọn tại Việt Nam do không có doanh nghiệp cùng ngành niêm yết tại Campuchia.

(5) CJ Gemadept Logistics và CJ Gemadept Shipping, được chúng tôi định giá bằng phương pháp P/E. Chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu không đổi là 10,0 lần, tương đương với mức P/E trung vị bình quân 2 năm của các doanh nghiệp cùng ngành. 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 ước tính theo giá trị sổ sách do sự không chắc chắn hiện tại liên quan đến việc phê duyệt quyền sử dụng đất và tiến độ phát triển.

Hình 14: Tóm tắt định giá

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị	Tỷ lệ sở hữu của GMD	Giá trị phân bổ cho GMD
Cảng & logistics hợp nhất	CKDT	21.949	51,0% - 100,0%	21.949**
SCS	CKDT	6.358	33,4%	2.125
Đồn điện cao su	P/B	1.371	100,0%	1.371
Cảng Gemalink	CKDT	9.595	65,1%	6.249
CJ Gemadept Logistics & Shipping	P/E	835	49,1%; 51,0%	418
Khác (*)	GTSS	763	100,0%	763
Tổng giá trị VCSH				32.874
Số cổ phần (triệu)				420,2
Giá mục tiêu(đồng/CP)				78.200
Tỷ lệ tăng				24,9%
Lợi suất cổ tức				3,5%
Tổng mức sinh lời				28,4%
P/E cốt lõi dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu và (giá thị trường)				20,8x (16,6x)
P/E cốt lõi dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu và (giá thị trường)				17,5x (14,2x)
P/E cốt lõi dự phóng năm 2027 theo giá mục tiêu và (giá thị trường)				16,3x (13,3x)
EV/EBITDA dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu và (giá thị trường)				10,2x (8,1x)
EV/EBITDA dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu và (giá thị trường)				8,3x (6,6x)
EV/EBITDA dự phóng năm 2027 theo giá mục tiêu và (giá thị trường)				7,8x (6,2x)

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

Chi phí vốn	Trước đây	Điều chỉnh	CKDT (tỷ đồng)	
Hệ số beta	0,9	0,9	GTHT của DTTD	14.156
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0%	8,0%	GTHT của giá trị cuối (TT 0,0%)	7.424
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	6,0%	GTHT của DTTD và giá trị cuối	21.580
Chi phí vốn CSH %	13,2%	13,2%	+ Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	4.413
Chi phí nợ vay %	11,0%	11,0%	- Nợ vay	-2.387
Nợ vay %	30,0%	30,0%	- Lợi ích CBTS	-1.656
Vốn CSH %	70,0%	70,0%	Giá trị vốn CSH	21.949
Thuế doanh nghiệp %	10,0%	10,0%	Số lượng CP pha loãng (triệu)	420
WACC %	12,2%	12,2%	Giá trị CKDT/cổ phiếu (đồng)	52.200

(Tiếp theo ở trang sau)

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
Lợi nhuận từ HĐKD	2.058	2.358	2.600	2.851	3.001	3.107	3.218	3.292	3.369	3.449
- Thuế	-280	-321	-354	-388	-408	-423	-438	-448	-458	-469
+ Khấu hao	674	690	705	721	737	752	768	784	799	815
- Vốn đầu tư XDCB	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500
- Tăng vốn lưu động	-203	-197	-172	60	-101	-75	-79	-70	-73	-76
Dòng tiền tự do	1.750	2.031	2.280	2.745	2.728	2.861	2.969	3.058	3.137	3.219
GTHT của DTTD	1.559	1.613	1.614	1.731	1.534	1.433	1.326	1.217	1.112	1.017
GTHT lũy kế của DTD	1.559	3.172	4.786	6.517	8.051	9.484	10.810	12.027	13.139	14.156

Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Hình 16: 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. Định giá tính đến cuối tháng 5/2025, được đề cập trong [Báo cáo Cập nhật SCS](#) ngày 29/5/2025 của chúng tôi.

Hình 17: Tóm tắt định giá đối với đồn điền cao su

Tỷ đồng	Giá trị
Giá trị sổ sách	1.142
P/B mục tiêu	1,2x
Giá trị vốn chủ sở hữu	1.371
Tỷ lệ sở hữu của GMD (%)	100%
Giá trị vốn CSH phân bổ cho GMD	1.371

Nguồn: Vietcap

Hình 18: Định giá CKDT đối với Gemalink

Chi phí vốn	Trước đây	Điều chỉnh
Hệ số beta	0,9	0,9
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0%	8,0%
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	6,0%
Chi phí vốn CSH %	13,2%	13,2%
Chi phí nợ vay %	11,0%	11,0%
Nợ vay %	30,0%	30,0%
Vốn CSH %	70,0%	70,0%
Thuế doanh nghiệp %	10,0%	10,0%
WACC %	12,2%	12,2%

Dự báo DTTD (20 năm) - tỷ đồng	
GTHT của DTTD	13.757
GTHT của giá trị cuối (TT 0,0%)	2.914
GTHT của DTTD và giá trị cuối	16.671
- Nợ vay ròng	7.076
- Khác	0
Giá trị vốn CSH	9.595
Tỷ lệ sở hữu	65,1%
Số lượng cổ phiếu (triệu)	420,2
Giá trị/cổ phiếu (đồng)	14.900

Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Hình 19: Tóm tắt định giá đối với CJ Gemadept Logistics & CJ Gemadept Shipping

Tỷ đồng	Giá trị
Thu nhập ròng dự phóng năm 2026	83,5
P/E mục tiêu	10,0x
Giá trị vốn chủ sở hữu	835
Tỷ lệ sở hữu của GMD (%)	49,1%; 51,0%*
Giá trị vốn CSH phân bổ cho GMD	418

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

GMD đang giao dịch ở mức thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với P/E cốt lõi và EV/EBITDA trượt trung bình 5 năm, đây là mức định giá hấp dẫn.

Hình 20: P/E trượt cốt lõi của GMD*



Nguồn: Bloomberg, ước tính của Vietcap (cập nhật ngày 20/11/2025). * EPS trượt của GMD không bao gồm lợi nhuận đầu tư từ thoái vốn và các khoản thu nhập/chi phí khác.

Hình 21: GMD's TTM EV/EBITDA ratio*



Nguồn: Bloomberg, ước tính của Vietcap (cập nhật ngày 20/11/2025). * EBITDA trượt của GMD bao gồm thu nhập từ các công ty liên kết.

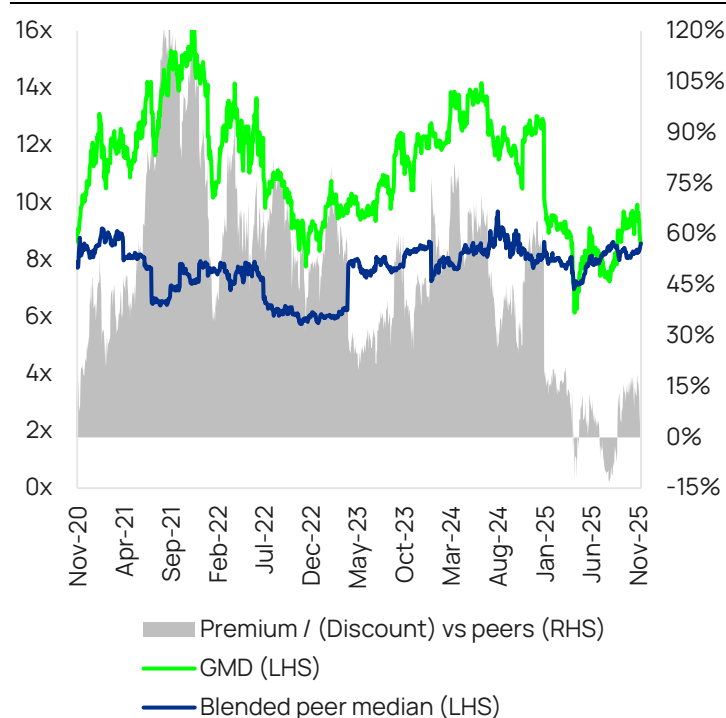
So sánh các hệ số định giá của GMD với các công ty cùng ngành

Đối với hệ số P/E của GMD, chúng tôi tính toán lại sử dụng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (tức là lợi nhuận loại trừ lãi từ thoái vốn và thu nhập/chi phí khác). Đối với tỷ lệ EV/EBITDA, chúng tôi sử dụng EBITDA cộng với lãi/(lỗ) từ công ty liên kết cho cả GMD và các công ty cùng ngành vì đây là dòng thu nhập đáng kể đối với GMD và một số công ty cùng ngành, chủ yếu từ các cảng liên kết (tương tự như thu nhập từ GML đối với GMD).

Phân tích của chúng tôi cho thấy, trong quá khứ, GMD thường giao dịch ở mức cao hơn đáng kể so với mức trung vị ngành (nhóm các công ty cùng ngành bao gồm các nhà khai thác cảng niêm yết lớn trong khu vực, bao gồm 4 công ty Trung Quốc và 3 công ty ngoài Trung Quốc), xét về cả hai chỉ số P/E trượt và EV/EBITDA trượt (**Hình 22 & 23**). Chúng tôi cho rằng điều này là do triển vọng tăng trưởng tốt hơn của GMD so với các công ty cùng ngành (một số trong đó đã cho thấy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận bão hòa – như được thể hiện qua CAGR doanh thu, LNST sau lợi ích CĐTS và EBITDA 5 năm gần nhất trong **Hình 28**), điều mà chúng tôi cho là do (1) quỹ đạo tăng trưởng xuất khẩu sáng của Việt Nam, hưởng lợi từ chiến lược “Trung Quốc + 1”, trong những năm đó, (2) GMD là nhà khai thác cảng hàng đầu tại Việt Nam với các tài sản nằm ở vị trí đắc địa để tận dụng luồng gió thuận đó, và (3) câu chuyện mở rộng công suất cảng của GMD.

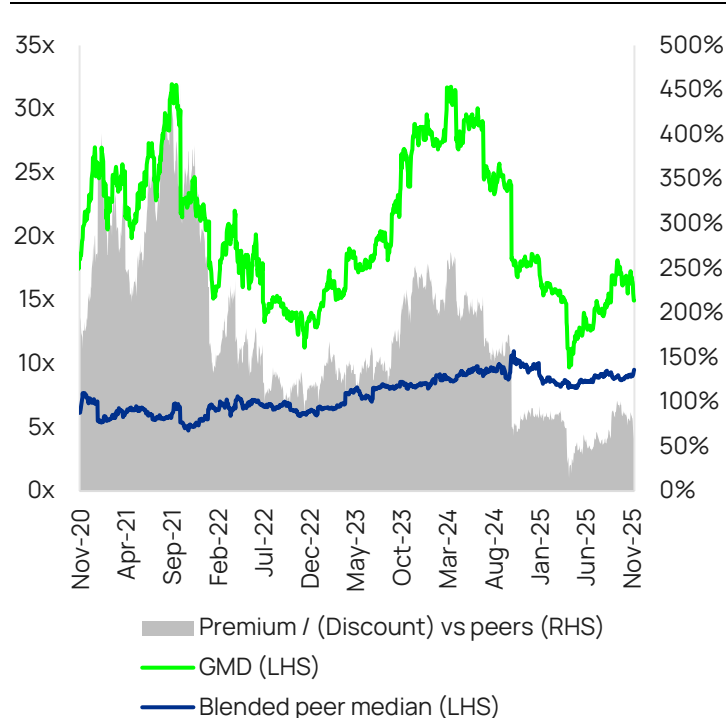
Trở lại với định giá hiện tại, một so sánh chi tiết hơn tách biệt các công ty cùng ngành Trung Quốc và ngoài Trung Quốc cho thấy rằng, so với các công ty cùng ngành Trung Quốc, GMD đang giao dịch ở mức cao hơn đáng kể (**Hình 24 & 25**). Chúng tôi xem điều này là hợp lý, do các rào cản thương mại mà Trung Quốc phải đối mặt cao hơn đáng kể so với Việt Nam. Tuy nhiên, so với các công ty cùng ngành ngoài Trung Quốc, GMD đang giao dịch ở mức chiết khấu (**Hình 26 & 27**), mặc dù triển vọng thương mại tương đối mạnh hơn của Việt Nam (do chênh lệch thuế quan Mỹ thấp, và các yếu tố cơ bản mạnh mẽ được thúc đẩy bởi “Trung Quốc + 1”), vị thế dẫn đầu của GMD trong ngành cảng nội địa, và các kế hoạch mở rộng công suất của công ty. Do đó, chúng tôi đánh giá mức định giá hiện tại của GMD là hấp dẫn khi so sánh với các công ty cùng ngành.

Hình 22: EV/EBITDA trượt của GMD và trung vị của các công ty cùng ngành *



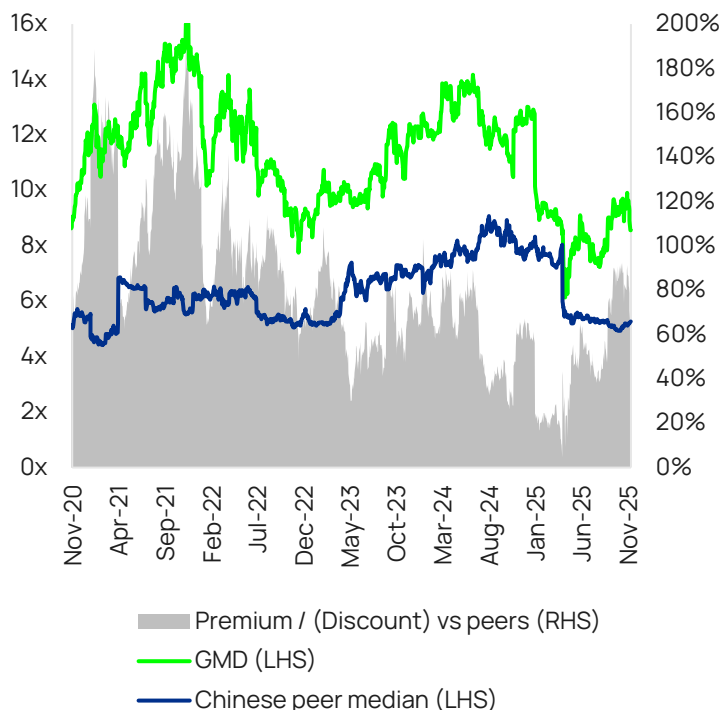
Nguồn: Bloomberg, ước tính của Vietcap (cập nhật ngày 30/11/2025). * Chúng tôi sử dụng EBITDA trượt bao gồm thu nhập/(lỗ) từ các công ty liên kết cho cả GMD và các công ty cùng ngành.

Hình 23: PE trượt cốt lõi của GMD* so với PE trượt trung bình của các công ty cùng ngành



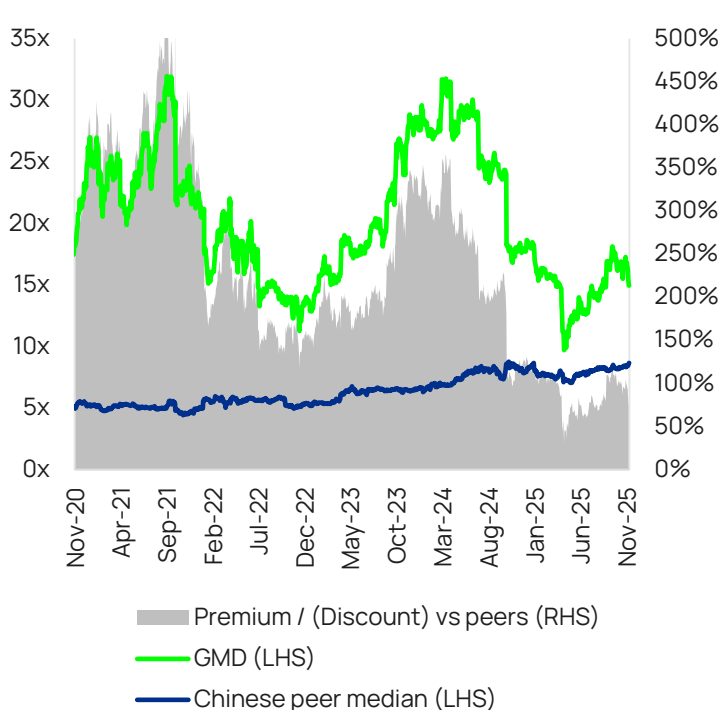
Nguồn: Bloomberg, ước tính của Vietcap (cập nhật ngày 20/11/2025). * EPS trượt của GMD không tính lợi nhuận từ thoái vốn và thu nhập/chi phí khác. Chúng tôi sử dụng EPS báo cáo cho các công ty cùng ngành.

Hình 24: EV/EBITDA trượt của GMD và trung vị của các công ty cùng ngành Trung Quốc*



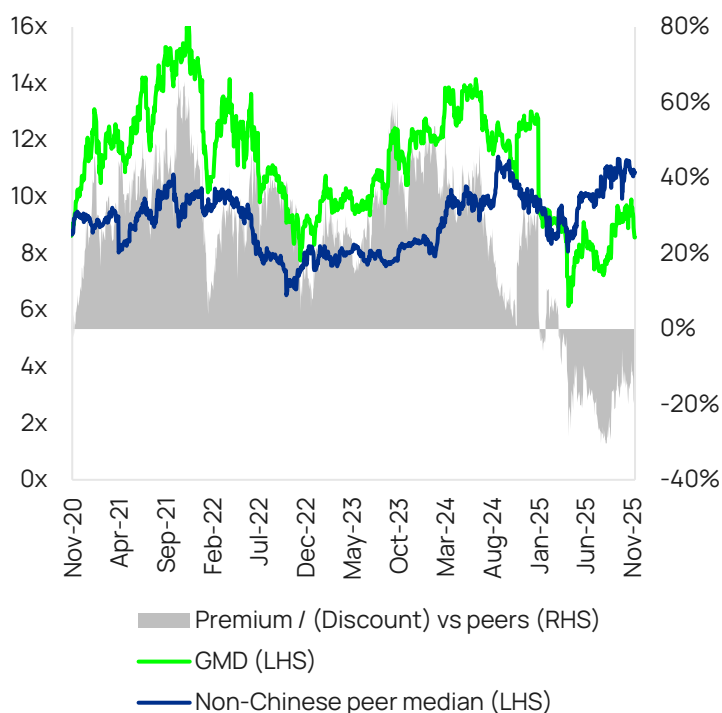
Nguồn: Bloomberg, ước tính của Vietcap (cập nhật ngày 30/11/2025). * Chúng tôi sử dụng EBITDA trượt bao gồm thu nhập/(lỗ) từ các công ty liên kết cho cả GMD và các công ty cùng ngành.

Hình 25: PE trượt cốt lõi của GMD* so với PE trượt trung bình của các công ty cùng ngành Trung Quốc



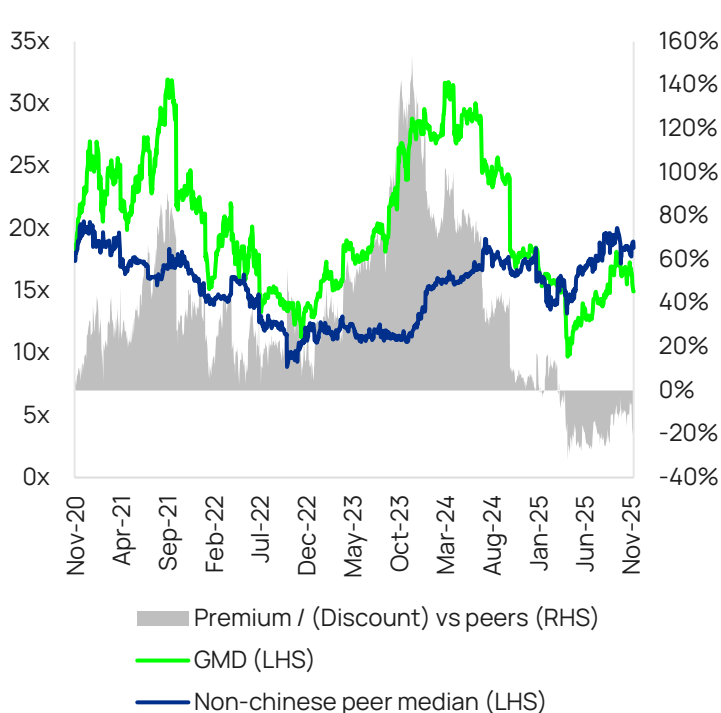
Nguồn: Bloomberg, ước tính của Vietcap (cập nhật ngày 20/11/2025). * EPS trượt của GMD không tính lợi nhuận từ thoái vốn và thu nhập/chi phí khác. Chúng tôi sử dụng EPS báo cáo cho các công ty cùng ngành.

Hình 26: EV/EBITDA trượt của GMD và trung vị của các công ty cùng ngành ngoài Trung Quốc*



Nguồn: Bloomberg, ước tính của Vietcap (cập nhật ngày 30/11/2025). * 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 27: PE trượt cốt lõi của GMD* so với PE trượt trung bình của các công ty cùng ngành ngoài Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg, ước tính của Vietcap (cập nhật ngày 20/11/2025). * 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 28 cho thấy GMD đang giao dịch ở mức chiết khấu xét về hệ số P/E (trượt và dự phóng năm 2026) và EV/EBITDA (trượt và dự phóng năm 2026) so với các công ty cùng ngành ngoài Trung Quốc. Công ty nổi bật nhờ mức tăng trưởng tốt hơn (doanh thu, LNST sau lợi ích CĐTS và EBITDA), đòn bẩy thấp, nhưng thấp hơn về ROE và ROA.

Do danh sách công ty cùng ngành được chọn là các doanh nghiệp trong khu vực, để so sánh, chúng tôi ưu tiên sử dụng bội số EV/EBITDA hơn là tỷ lệ P/E vì EV/EBITDA cung cấp cái nhìn rõ ràng hơn về hiệu quả hoạt động cốt lõi của doanh nghiệp bằng cách loại bỏ ảnh hưởng của khấu hao, cấu trúc vốn, thuế và các khoản chi phí phi tiền mặt khác. Hơn nữa, so với P/E, EV/EBITDA giảm thiểu đáng kể sự sai lệch do các chuẩn mực kế toán khác nhau giữa các quốc gia (ví dụ: sự khác biệt về chế độ thuế, phương pháp khấu hao, v.v.), qua đó cung cấp một thước đo định giá nhất quán và có tính so sánh cao hơn.

GMD hiện đang giao dịch ở mức EV/EBITDA trượt là 8,9 lần, thấp hơn mức trung vị của các công ty cùng ngành ngoài Trung Quốc là 10,9 lần. Trên cơ sở dự phóng năm 2026, EV/EBITDA của công ty cũng thấp hơn so với các công ty cùng ngành ngoài Trung Quốc (6,6 lần so với 9,8 lần). Chúng tôi đánh giá mức định giá này là hấp dẫn, được hỗ trợ bởi vị thế cạnh tranh tương đối của Việt Nam so với các quốc gia ngoài Trung Quốc trong khu vực, vị thế dẫn đầu của GMD trong ngành cảng nội địa và các 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.

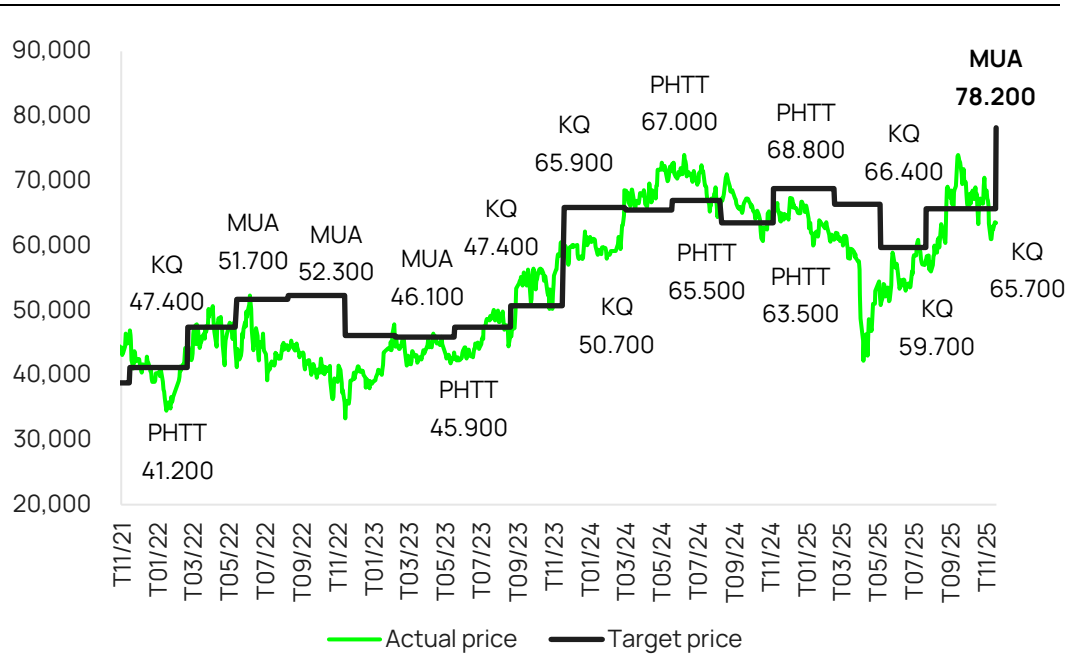
Hình 28: Các công ty cùng ngành của GMD

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa thị trường (tr USD)	Doanh số trượt (tr USD)	Doanh số trượt YoY	LNST trượt (tr USD)	LNST YoY	CAGR doanh số 5 năm gần nhất	CAGR LNST-CĐTS 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 2026 x	EV / EBITDA 2026 x***
China Merchants Port	TQ	7.130	2.320	3%	1.250	13%	6%	9%	-4%	25%	8%	2%	7%	2%	7,9x	9,3x	7,2x	7,1x
Qingdao Port	TQ	7.760	2.660	4%	830	6%	9%	7%	10%	-22%	13%	9%	13%	8%	8,2x	4,5x	7,9x	5,1x
Shanghai Port	TQ	18.610	5.410	0%	2.180	4%	1%	11%	6%	9%	12%	7%	11%	7%	9,2x	5,1x	9,5x	6,5x
Tangshan Port	TQ	3.400	767	-3%	268	-9%	-13%	2%	1%	-34%	10%	8%	9%	8%	13,6x	5,4x	12,1x	5,1x
China Merchants Port Holding	Hong Kong	8.650	1.610	9%	1.080	11%	6%	-1%	-8%	15%	8%	5%	7%	4%	9,5x	8,6x	9,3x	7,4x
Westports	Malaysia	4.380	631	23%	226	16%	6%	9%	6%	11%	24%	14%	25%	13%	18,4x	11,4x	16,5x	10,4x
Intl Container Term Svcs	Philippines	18.290	3.060	16%	1.050	23%	13%	83%	16%	148%	53%	11%	58%	11%	19,2x	10,9x	17,1x	9,8x
Trung vị ngành		7.760	2.320	4%	1.050	11%	6%	9%	6%	11%	12%	8%	11%	8%	9,5x	8,6x	9,5x	7,1x
Trung vị ngành - Trung Quốc		7.445	2.490	2%	1.040	5%	3%	8%	3%	-7%	11%	8%	10%	7%	8,7x	5,3x	8,7x	5,8x
Trung vị ngành - ngoài Trung Quốc		8.650	1.610	16%	1.050	16%	6%	9%	6%	15%	24%	11%	25%	11%	18,4x	10,9x	16,5x	9,8x
GMD	Việt Nam	1.047	223	29%	93	64%	13%	21%	17%	-14%	13%	9%	12%	7%	15,3x	8,9x	14,2x	6,6x

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (cập nhật ngày 20/11/2025). Định giá năm 2026 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. ***Bảo cáo đồng thuận của Bloomberg không công bố đóng góp dự kiến từ các CTLK cho các công ty cùng ngành, chúng tôi sử dụng kết quả cả năm gần nhất để dự báo EBITDA bao gồm thu nhập/(lỗ) từ các CTLK cho các công ty cùng ngành.

Diễn biến khuyến nghị

Hình 29: 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

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	4.832	5.955	6.862	7.473
Giá vốn hàng bán	-2.671	-3.301	-3.770	-4.068
Lợi nhuận gộp	2.162	2.654	3.092	3.405
Chi phí bán hàng	-247	-383	-421	-443
Chi phí quản lí DN	-569	-627	-612	-604
LN thuần HĐKD	1.345	1.643	2.058	2.358
Thu nhập tài chính	418	190	18	34
Chi phí tài chính	-150	-161	-130	-112
Trong đó, chi phí lãi vay	-139	-109	-109	-91
Lợi nhuận từ công ty LDLK	816	1.017	1.184	1.135
Lỗ/lãi thuần khác	-349	-256	-34	-37
LNTT	2.080	2.434	3.096	3.378
Thuế TNDN	-175	-298	-379	-413
LNST trước CĐTS	1.905	2.136	2.718	2.964
Lợi ích CĐ thiếu số	446	632	686	755
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.459	1.504	2.032	2.209
LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi*	1.405	1.709	2.059	2.239
EBITDA	1.751	2.179	2.732	3.048
EPS báo cáo, VND*	3.665	3.311	4.406	4.721
EPS pha loãng, VND*	3.665	3.311	4.406	4.721
EPS cốt lõi, pha loãng, VND*	3.529	3.762	4.466	4.784
DPS báo cáo, VND**	2.000	2.200	2.300	2.400
DPS/EPS (%)	55%	66%	52%	51%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	25,7%	23,2%	15,2%	8,9%
Tăng trưởng LN HĐKD	20,5%	22,1%	25,2%	14,6%
TT LNST sau lợi ích CĐTS	-35,2%	3,1%	35,1%	8,7%
TT LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi*	81,6%	21,6%	20,5%	8,7%
TT EPS cốt lõi*	77,1%	6,6%	18,7%	7,1%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp	44,7%	44,6%	45,1%	45,6%
Biên LN từ HĐ	27,8%	27,6%	30,0%	31,6%
Biên EBITDA	36,2%	36,6%	39,8%	40,8%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	30,2%	25,3%	29,6%	29,6%
ROE	13,4%	13,4%	15,0%	15,0%
ROA	8,9%	8,9%	9,8%	9,8%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	10,4	11,3	12,5	12,8
Số ngày phải thu	94,9	91,7	95,6	95,9
Số ngày phải trả	67,0	85,4	112,3	115,3
TG luân chuyển tiền	38,3	17,6	-4,2	-6,6
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	3,2x	1,3x	1,4x	1,6x
CS thanh toán nhanh	2,5x	0,7x	0,8x	1,0x
CS thanh toán tiền mặt	1,9x	0,0x	0,2x	0,4x
Nợ/Tài sản	13,7%	13,7%	10,5%	7,9%
Nợ/Vốn sử dụng	13,6%	14,8%	11,6%	8,7%
Nợ/Vốn CSH	5,1%	-8,9%	12,7%	6,9%
Khả năng thanh toán lãi vay	9,6x	15,1x	18,9x	26,0x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	3.964	70	517	1.183
Đầu tư TC ngắn hạn	1.021	1.021	1.021	1.021
Các khoản phải thu	1.235	1.658	1.819	1.981
Hàng tồn kho	83	120	137	148
TS ngắn hạn khác	372	446	514	560
Tổng TS ngắn hạn	6.676	3.315	4.010	4.895
TS dài hạn (gộp)	6.884	11.057	11.557	12.057
- Khấu hao lũy kế	-2.851	-3.387	-4.061	-4.750
TS dài hạn (ròng)	4.033	7.670	7.496	7.306
Đầu tư TC dài hạn	3.841	5.706	6.749	7.745
TS dài hạn khác	3.436	3.515	3.720	3.875
Tổng TS dài hạn	11.310	16.891	17.965	18.927
Tổng Tài sản	17.986	20.207	21.975	23.821
Phải trả ngắn hạn	462	1.083	1.236	1.334
Nợ ngắn hạn	422	463	463	463
Nợ ngắn hạn khác	1.223	982	1.131	1.232
Tổng nợ ngắn hạn	2.107	2.527	2.830	3.029
Nợ dài hạn	1.745	2.155	1.755	1.355
Nợ dài hạn khác	380	413	436	451
Tổng nợ	4.232	5.096	5.021	4.835
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	4.285	5.378	6.592
Vốn khác	705	705	705	705
Lợi ích CĐTS	1.368	1.999	2.685	3.441
Vốn chủ sở hữu	13.753	15.111	16.953	18.986
Tổng cộng nguồn vốn	17.986	20.207	21.975	23.821
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	70	517
Lợi nhuận sau thuế	1.459	1.504	2.032	2.209
Khấu hao	406	536	674	690
Thay đổi vốn lưu động	-556	-290	-203	-197
Điều chỉnh khác	338	-471	-423	-362
Tiền từ hoạt động KD	1.647	1.279	2.080	2.340
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.586	-4.170	-500	-500
Đầu tư, ròng	92	-674	143	157
Tiền từ HĐ đầu tư	-1.495	-4.844	-357	-343
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	-3.895	448	666
Tiền cuối năm	3.964	70	517	1.183

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).

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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 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 (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

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

- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532

- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

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 cao cấp, 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 191

- 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

- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

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

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@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.