

Vài nét về doanh nghiệp

GMD là doanh nghiệp tư nhân đầu ngành trong lĩnh vực khai thác cảng biển và logistics tại Việt Nam, sở hữu hệ sinh thái bến bãi trải dọc chiều dài đất nước. Tập đoàn duy trì vị thế dẫn đầu nhờ các cụm cảng trọng điểm (Nam Đình Vũ, Gemalink), đồng thời hưởng lợi trực tiếp từ làn sóng dịch chuyển dòng vốn FDI và xu hướng gia tăng giao thương xuất nhập khẩu toàn cầu.

Khuyến nghị

TRUNG LẬP

Giá mục tiêu	81,653
Tiềm năng tăng giá	7.6%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	0%
Tỷ suất sinh lời	7.6%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Hạ tầng, Cảng biển
Thị giá (11/06/2026)	75.600
Biến động 1 năm	51.5 – 82.0
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	2,273,179
Vốn hóa (Tỷ đồng)	32,285
P/E	17.8x
P/B	2.07x
%NN sở hữu	41.03%

Diễn biến giá



	3T	6T	12T
GMD	7.4%	31.7%	43.6%
VNindex	5.9%	9.7%	37.5%

Tỷ lệ sở hữu

Lãnh đạo	3.6%
Quỹ ngoại	41.0%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bá Long

nblong@vcbs.com.vn - 024 3936 6990 ext 7184

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

CHU KỲ TĂNG TRƯỞNG MỚI

ĐÁNH GIÁ: TRUNG LẬP

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu GMD, với giá mục tiêu 81,653 đồng/cp với tính toán dựa trên phương pháp P/E và FCFE từ các mảng kinh doanh lớn của tập đoàn.

CẬP NHẬT KQKD:

Kết quả Q1/2026: Doanh thu thuần (DTT) và LNST lần lượt đạt 1,425 tỷ đồng (+14% yoy) và 650 tỷ đồng (+23% yoy). Lợi nhuận tới từ công ty liên kết đạt giá trị 311.53 tỷ nhờ Gemalink hoạt động vượt 27% công suất thiết kế trong Q1, đạt 1,9 triệu TEU trong 2025 và ghi nhận lợi nhuận kỷ lục 300 tỷ.

Lũy kế cả năm 2025: DTT ghi nhận 5,945 tỷ đồng (+23% yoy). Trong đó, mảng Khai thác cảng đạt 5,252 tỷ đồng (25% yoy) với động lực chính từ tăng trưởng 16% sản lượng tại cụm cảng miền Nam; trong khi mảng Logistics duy trì ổn định so với cùng kỳ.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

(1) Tăng trưởng lợi nhuận cụm cảng Nam Đình Vũ gặp áp lực trước xu hướng dịch chuyển sang cảng nước sâu Lạch Huyện và áp lực dư cung

Kể từ Q2/2025, khi 4 bến cảng từ bến cảng số 3 tới bến cảng số 6 đi vào hoạt động, tăng mạnh công suất khu vực Lạch Huyện, có 1 sự dịch chuyển rõ ràng về lượng tàu kích cỡ >3.000 TEUS chuyển dịch ra cảng thuộc khu vực Lạch Huyện.

Việc nhiều tàu lớn lựa chọn Lạch Huyện làm điểm dỡ hàng chính thay vì bán đảo Đình Vũ làm suy giảm lợi thế của cụm cảng khu vực này nói chung, đồng thời khiến hiệu quả khai thác của Nam Đình Vũ giai đoạn 3 nói riêng khó phát huy tối đa như trong thời gian gần. Chúng tôi dự phóng sản lượng đóng góp từ cụm cảng miền Bắc sẽ đạt 1.720.000 TEUs (+15% YoY) trong 2026, tương đương hoạt động với 86% công suất thiết kế.

(2) Tăng trưởng lợi nhuận cảng nước sâu Gemalink nhờ cải thiện khung giá bốc xếp và dự án mở rộng Giai đoạn 2,3.

Dù dư địa tăng trưởng sản lượng hạn chế sau khi vượt công suất (đạt 1,9 triệu TEU năm 2025, vượt 27% công suất thiết kế), Gemalink hưởng lợi lớn khi giá sản bốc dỡ cảng nước sâu tăng 10% từ 1/2/2026 (từ 57-66 lên 63-73 USD/TEU).

Về dài hạn, tăng trưởng của Gemalink sẽ được dẫn dắt bởi dự án mở rộng Giai đoạn 2 và 3, vừa chính thức động thổ vào ngày 17/4/2026 và dự kiến đi vào vận hành từ quý 4/2027. Khi hoàn thành, tổng công suất thiết kế của cảng sẽ được nâng từ 1,5 triệu TEU lên 3 triệu TEU, mở ra dư địa tăng trưởng sản lượng.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025	2026F
DTT (Tỷ đồng)	3,845	4,832	5,945	6,814
Tăng trưởng DT	-1%	26%	23%	15%
LNST (Tỷ đồng)	2,534	1,923	2,224	2,912
Tăng trưởng LNST	118%	-24%	16%	31%
TS LN gộp (%)	46.23%	44.19%	45.67%	45.91%

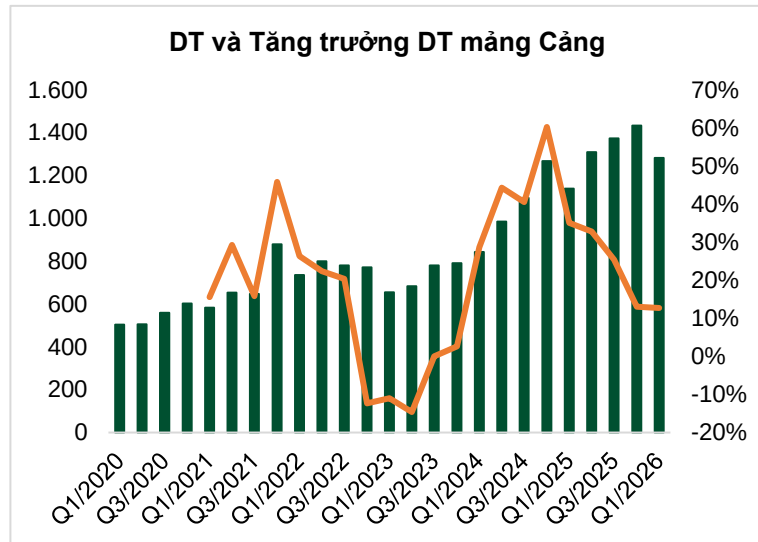
CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q1/2026
Tóm tắt biến động kinh doanh Q1/2026

Tiêu chí	Q1.2025	Q1.2026	% YOY	Lũy kế 2025	Lũy kế 2026	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu	1,277	1,452	+13.7%	1,277	1,452	+13.7%	Doanh thu Quý 1 2026 tăng trưởng với tốc độ 13.7% với động lực chính tới từ doanh thu mảng khai thác cảng. Trong đó, tăng trưởng được ghi nhận tới từ các cảng khu vực phía Nam nhờ xu hướng dịch chuyển dòng hàng từ Singapore và Malaysia về khu vực các cảng phía Nam Việt Nam.
- Khai thác Cảng	1,138	1,282	+12.7%	1,138	1,282	+12.7%	Mảng Logistics của tập đoàn cũng duy trì mức tăng trưởng 20%, tiếp tục đóng vai trò phụ trợ cho hoạt động chính là khai thác cảng.
- Logistics	138	188	+22%	138	188	+22%	Trong Q2, mảng Logistics có thay đổi mạnh mẽ khi 1 đối tác lớn Hàn Quốc là CJ đã mua lại toàn bộ Cổ phần của CJ Gemadept Logistics Holding và chuyển nhượng lại cho Gemadept nắm toàn bộ mảng Shipping.
Biên LNG	43.9%	43.8%	-10 bps	43.9%	43.8%	-10 bps	Biên Lợi nhuận gộp giảm nhẹ so với cùng kỳ trong bối cảnh giai đoạn 3 cảng Nam Đình Vũ đi vào hoạt động khiến chi phí khấu hao tăng mạnh nhưng tốc độ tăng trưởng sản lượng không theo kịp bù đắp công suất tăng thêm.
LN từ CTLK	227	311	+37%	227	311	+37%	Lợi nhuận tới từ công ty liên kết tăng trưởng mạnh 37% so với cùng kỳ khi Gemalink được hưởng lợi kép từ tăng giá bốc xếp cảng nước sâu và sản lượng ghi nhận tăng trưởng 18%, hoạt động vượt 39% công suất thiết kế, đạt 523.133 nghìn TEU chỉ trong Q1/2026. Chỉ riêng Gemalink trong Q1 đã đóng góp 233 tỷ cho khoản mục lợi nhuận tới từ Công ty liên kết.
LNST	527	650	+23%	527	650	+23%	Lợi nhuận sau thuế của Tập đoàn tăng trưởng 23% trong quý 1, với phần lớn đóng góp đến từ tăng trưởng các cảng khu vực phía Nam khi hưởng lợi kép cả từ Sản lượng lẫn khung giá bốc xếp so với cùng kỳ.

Mảng khai thác Cảng giữ được tăng trưởng trên 2 chữ số trong Quý đầu năm

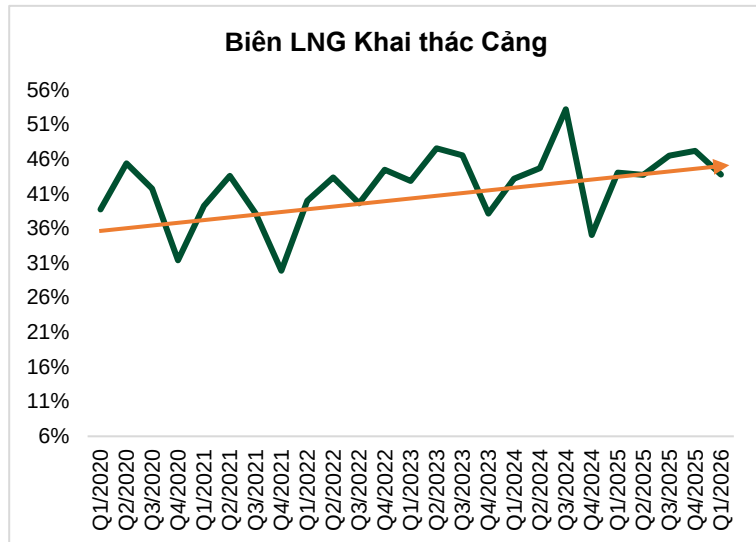
Tăng trưởng mảng Khai thác Cảng duy trì trên 2 chữ số ở mức 12.7% nhờ đóng góp tới từ các cảng khu vực phía Nam nhờ xu hướng dịch chuyển dòng hàng từ Singapore và Malaysia về khu vực các cảng phía Nam Việt Nam.

Hình 1: Doanh thu và Tăng trưởng DT mảng Cảng



Nguồn: GMD, VCBS tổng hợp

Hình 2: Biên LNG Khai thác Cảng



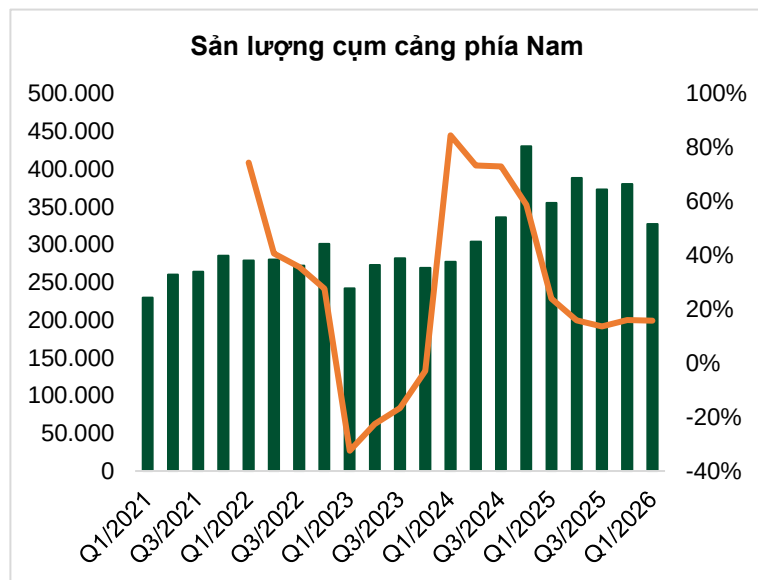
Nguồn: GMD, VCBS tổng hợp

Cụm cảng phía Nam duy trì tăng trưởng

Cụ thể, tổng sản lượng các cụm cảng khu vực phía Nam đạt 905.000 TEUS so với mức 782.000 TEUS của Q1/2025, tương đương mức tăng trưởng 16% về sản lượng. Tính riêng sản lượng Gemalink ghi nhận mức tăng 18%, từ 441.614 TEUS lên mức 523.133 TEUS trong 3 tháng đầu năm.

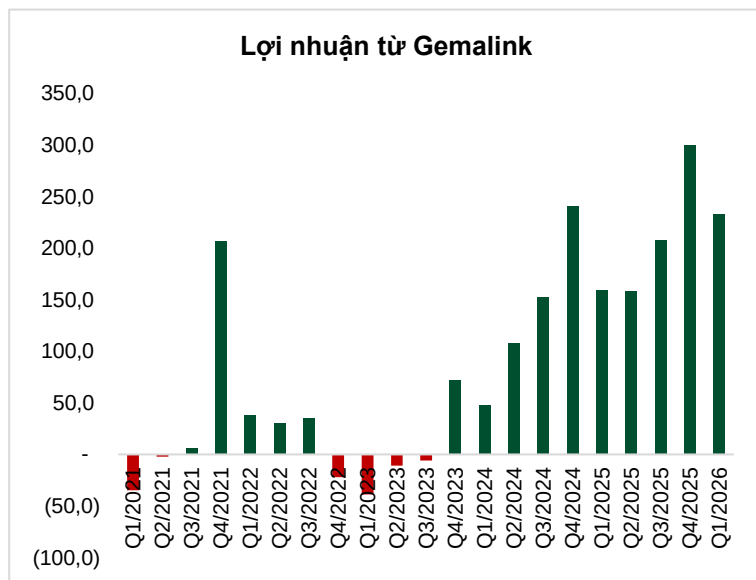
Ngoài ra, Gemalink còn được hưởng lợi từ việc tăng 10% khung trần sàn giá bốc xếp cảng nước sâu kể từ đầu 2026.

Hình 3: Sản lượng cụm cảng phía Nam



Nguồn: GMD, VCBS tổng hợp

Hình 4: Lợi nhuận tới từ Gemalink đóng góp cho tập đoàn



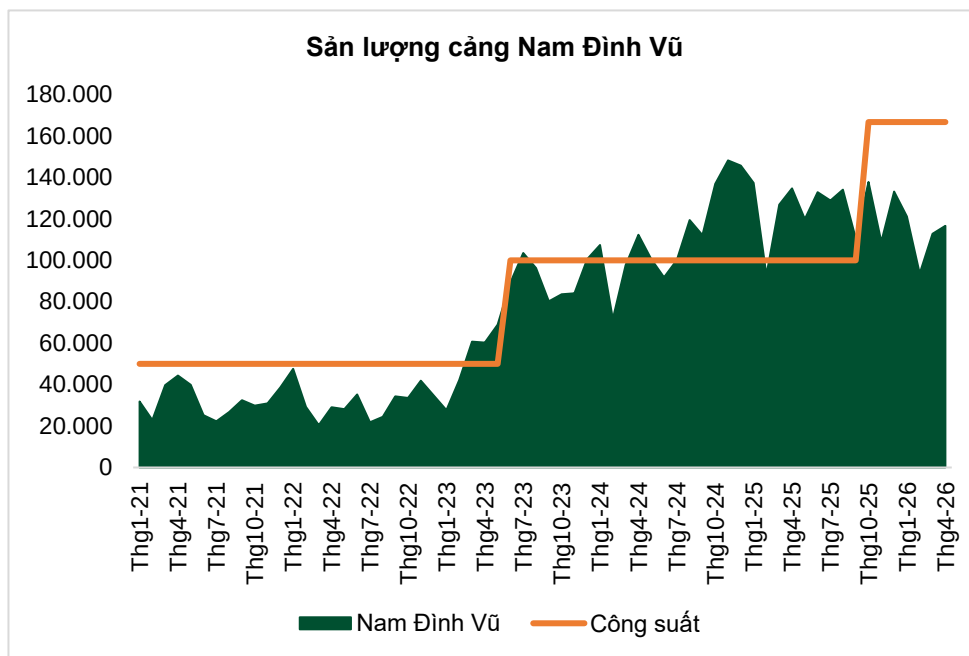
Nguồn: GMD, VCBS tổng hợp

Gia tăng áp lực cạnh tranh tại Cụm cảng tại Hải Phòng khiến tốc độ tăng trưởng chậm lại.

Trái lại với xu hướng tăng trưởng phía Nam, cụm cảng Hải Phòng với cảng Nam Đình Vũ sau khi mở rộng GĐ3 lên tổng công suất 2.000.000 TEUS lại ghi nhận giảm sản lượng so với Q1/2025. Cảng Nam Đình Vũ ghi nhận sản lượng 327.000 TEUS, giảm 8% so với cùng kỳ.

Nguyên nhân đến từ áp lực cạnh tranh trong khu vực ngày càng gia tăng khi chỉ trong 8 năm, 6 bến cảng nước sâu được mở ra tại khu vực Lạch Huyện với tổng công suất 4.600.000 TEUS. Các cảng mới được đầu tư hiện đại hơn, có khả năng đón tàu mẹ cỡ lớn với mớn nước lên tới -14m, phù hợp với xu hướng hiện tăng kích cỡ đội tàu của các hãng tàu trên thế giới hiện nay.

Hình 5: Sản lượng cảng Nam Đình Vũ



Nguồn: VPA, VCBS tổng hợp

Tóm tắt biến động kinh doanh mảng Cảng tại các khu vực

Tiêu chí	Q1/2025	Q1/2026	%YOY	Diễn giải
Tổng sản lượng (Nghìn TEUS)	1.669	1.928	+16%	Sản lượng Khai thác cảng tăng trưởng ổn định với mức tăng 16% trong Q1/2026. Tăng trưởng đến từ các cụm cảng miền Nam nhờ xu hướng dịch chuyển dòng hàng từ Singapore và Malaysia qua.
- Miền Bắc	355	327	-8%	Các cảng khu vực miền Bắc ghi nhận tăng trưởng âm trong Q1/2026 vừa rồi trong bối cảnh áp lực cạnh tranh gia tăng tại khu vực cảng Hải Phòng sau khi liên tiếp các bến từ 3 tới 6 tại khu vực Lạch Huyện khai trương, làm tăng mạnh nguồn cung tại khu vực.
- Miền Nam (Gồm GML)	782	905	+16%	Các cảng khu vực phía Nam có tốc độ tăng trưởng tốt hơn bất chấp bối cảnh cạnh tranh thương mại thế giới nhờ xu hướng chuyển dịch luồng hàng từ các cảng Malaysia và Singapore qua.
- Miền Trung (Hàng rời)	532	696	+31%	Sản lượng hàng rời tại khu vực cảng Dung Quất tăng trưởng tốt. Tuy nhiên không đóng góp trọng yếu vào kết quả kinh doanh của tập đoàn.

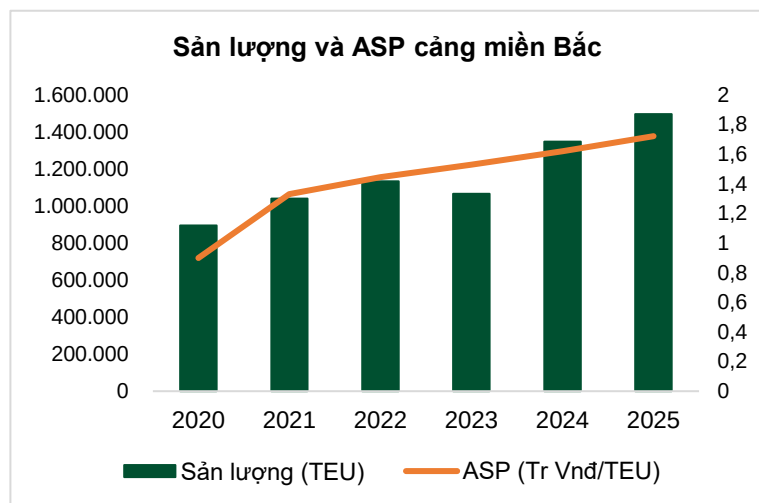
Giá bốc xếp (ASP) 2 miền ghi nhận diễn biến trái chiều

Trái ngược với mặt bằng giá bốc xếp (ASP) tương đối ổn định tại khu vực phía Nam, cụm cảng Hải Phòng ghi nhận xu hướng tăng giá bốc xếp vào những năm trước đó. Động lực cốt lõi đến từ xu hướng các hãng tàu liên tục nâng cấp cỡ tàu để tối ưu chi phí theo quy mô. Các tàu lớn có yêu cầu về Độ sâu môn nước và chiều cao tính không lớn hơn và không đi sâu vào được phía trong sông Cấm.

Hệ quả là dòng chảy hàng hóa phải dịch chuyển ra khu vực hạ nguồn bán đảo Đình Vũ và Lạch Huyện. Trước khi có các cảng tại khu vực Lạch Huyện, chỉ 1 số ít cảng khu vực hạ nguồn với độ sâu -8.0m sau khi nạo vét bao gồm cụm NĐV của GMD cùng các cảng của VSC trực tiếp hấp thụ trọn vẹn tệp khách hàng này. Mang lại cho các cảng hạ lưu khả năng định giá dịch vụ tốt hơn.

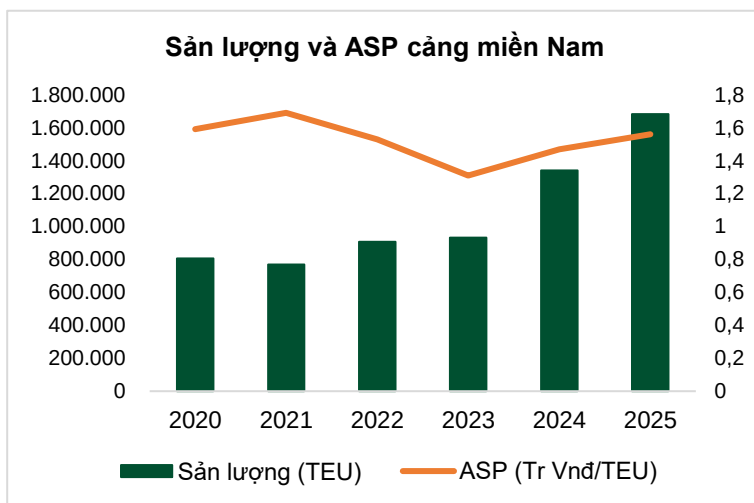
Ngược lại, tại phía Nam, cấu trúc cảng biển đã phân định rõ ràng từ lâu với mô hình hai cấp: cụm nước sâu Cái Mép - Thị Vải chuyên trách đón tàu mẹ đi Âu/Mỹ, trong khi các cảng sông/Depot vệ tinh chỉ làm nhiệm vụ gom hàng bằng xà lan hoặc chạy Nội Á. Do đó, các cảng sông khu vực phía Nam không có dư địa và động lực để bứt phá về giá cước như Hải Phòng giai đoạn trước.

Hình 6: Sản lượng và Giá bốc xếp trung bình (ASP) cảng miền Bắc của GMD



Nguồn: GMD, VCBS Tổng hợp

Hình 7: Sản lượng và Giá bốc xếp trung bình cảng miền Nam của GMD (loại trừ Gemalink)

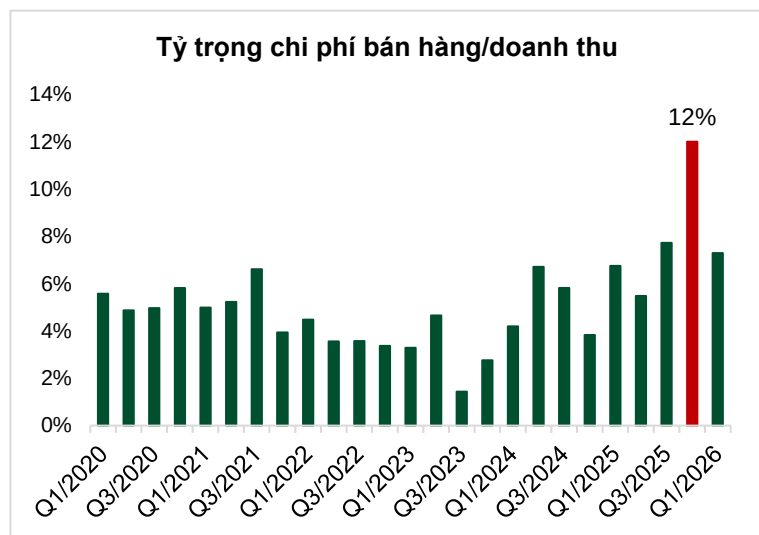


Nguồn: GMD, VCBS Tổng hợp

Chi phí bán hàng trong 2025 tăng mạnh so với cùng kỳ

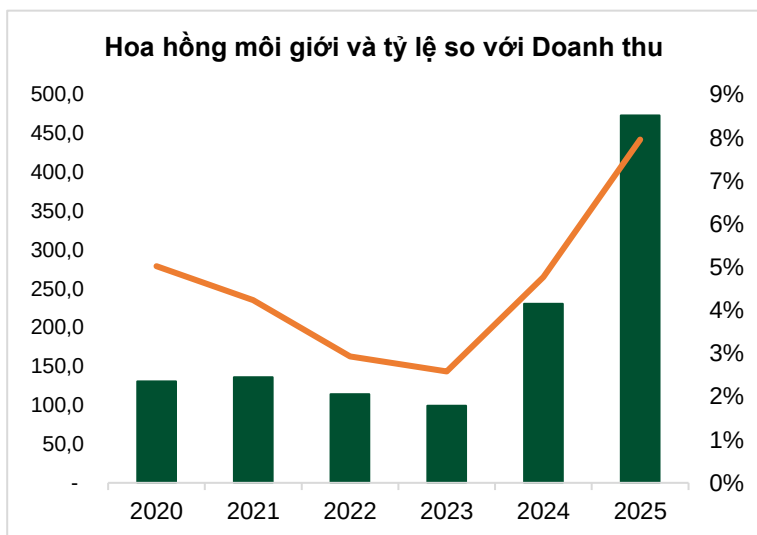
Trong năm 2025, chi phí bán hàng ghi nhận mức tăng vọt lên 12% vào quý 4, đạt 482 tỷ đồng trong cả năm 2025. Theo thuyết minh tài chính, lý do tăng chính của khoản mục này do chi phí hoa hồng cho môi giới tăng mạnh đạt 473 tỷ đồng (tương đương 8% doanh thu thuần). Điều này phản ánh doanh nghiệp phải duy trì chính sách chiết khấu/hoa hồng hấp dẫn cho đại lý nhằm thu hút các tuyến dịch vụ mới để đảm bảo tỷ lệ lấp đầy cao tại các cụm cảng trong bối cảnh cạnh tranh.

Hình 8: Tỷ trọng Chi phí bán hàng/doanh thu



Nguồn: GMD, VCBS Tổng hợp

Hình 9: Tỷ lệ Hoa hồng cho môi giới/doanh thu

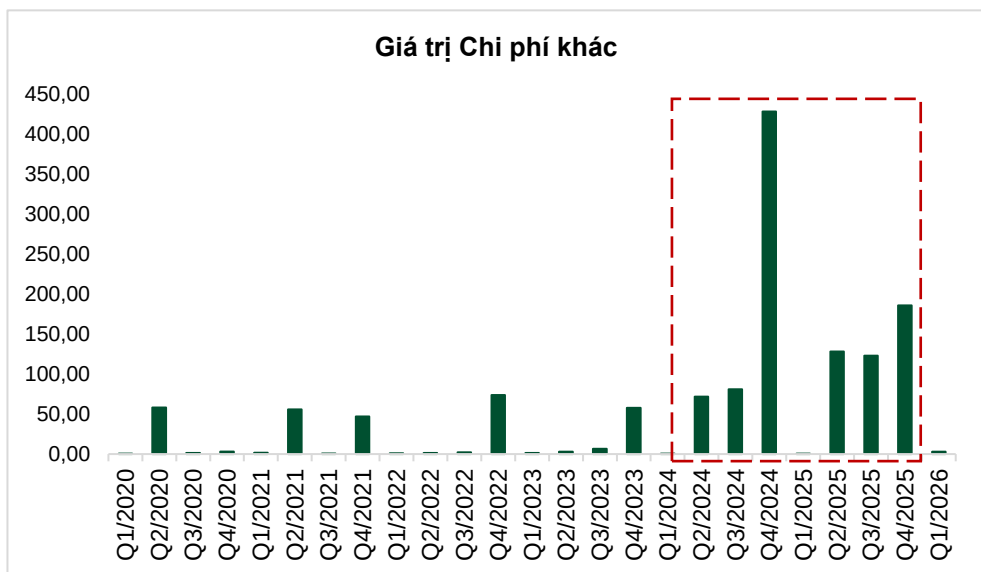


Nguồn: GMD, VCBS Tổng hợp

Chi phí khác duy trì ở mức cao trong 2024 và 2025

Gánh nặng từ các khoản đầu tư trong quá khứ tiếp tục hiện hữu khi khoản mục Chi phí khác duy trì ở mức nền cao trong suốt giai đoạn 2024 - 2025, lần lượt ghi nhận -582 tỷ đồng -438 tỷ đồng. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc 2024 GMD phải trích lập dự phòng cho các dự án đầu tư kém hiệu quả, trọng tâm là mảng trồng cao su. Việc chủ động trích lập mạnh tay phản ánh quyết tâm làm sạch tài sản kém hiệu quả, chuẩn bị để thoái vốn dứt điểm và tập trung nguồn lực vào Cảng - Logistics.

Hình 10: Giá trị Chi phí khác



Nguồn: GMD, VCBS tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tăng trưởng lợi nhuận cụm cảng Nam Đình Vũ gặp áp lực trước xu hướng dịch chuyển sang cảng nước sâu Lạch Huyện và áp lực dư cung

Tại khu vực Hải Phòng, cấu trúc luồng lạch đang phân hóa rõ nét năng lực khai thác giữa các cụm cảng. Luồng sông Cấm chỉ đạt độ sâu -7m, khu bán đảo Đình Vũ (hạ nguồn sông Cấm) đạt -8.5m, trong khi luồng Lạch Huyện được duy trì ở mức -14m, cho phép đón tàu container có tải trọng lớn hơn đáng kể.

Bảng 1: Độ sâu luồng lạch các cảng

Thời điểm	Thượng nguồn Sông Cấm	Hạ nguồn Sông Cấm	Lạch Huyện	Cái Mép Thị Vải
Trước 2023	-7.0m	-7.0m	-14.0m	-14.0m
Từ 2024 (Sau nạo vét)	-7.0m	-8.5m	-14.0m	-14.0m

Nguồn: Cảng vụ, VCBS tổng hợp

Xu hướng tăng kích cỡ tàu mẹ khiến dòng hàng dịch chuyển dần khỏi các cảng thượng nguồn, nơi hạn chế về mớn nước, để tiến ra các bến nước sâu tại Lạch Huyện. Chỉ trong vài năm gần đây, cụm Lạch Huyện đã đưa vào khai thác thêm 6 bến mới với tổng công suất thiết kế lên tới 4.6 triệu TEU, trong khi tổng công suất toàn khu bán đảo Đình Vũ trước đây chỉ khoảng 5 triệu TEU.

Ảnh 1: Các cảng Hạ nguồn Sông cấm (Vị trí phía sau cầu Bạch Đằng)



Bảng 2: Quy hoạch và công suất các bến tại Lạch Huyện

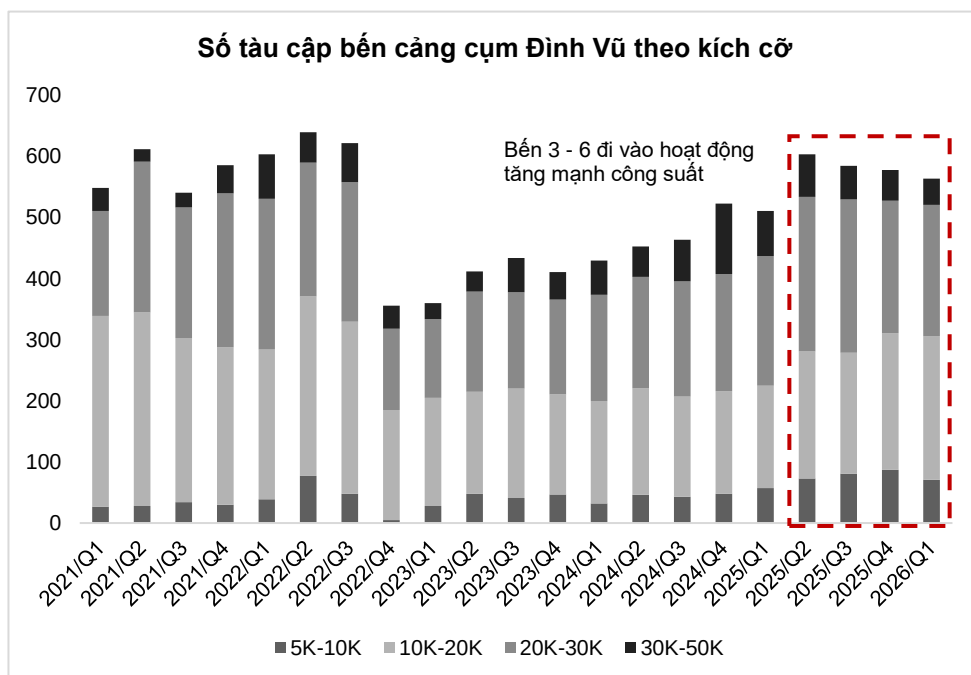
Bến cảng	Liên doanh	Năm khai thác	Công suất (TEUS)
HICT – Bến 1 + 2	Tân cảng Hải Phòng + OSK Lines + Wan Hai Lines + Itochu	2018	1.100.000
HTIT – Bến 3 + 4	PHP + TIL (Công ty con MSC)	T4/2025	1.500.000
HHIT – Bến 5 + 6	Hateco + APM Terminal (Công ty con Maersk)	T4/2025	2.000.000
Bến 7 + 8	Tân cảng Hải Phòng + CMA CGM	Dự kiến 2028	1.900.000

Nguồn: VCBS tổng hợp

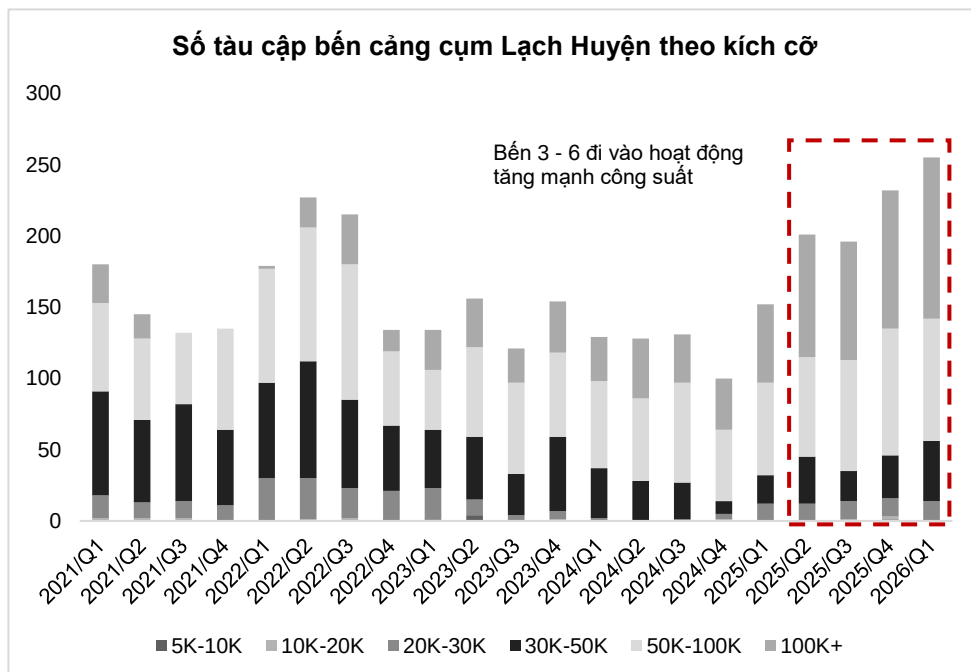
Thực tế đó cũng lý giải vì sao lượng tàu cỡ lớn đang rời bán đảo Đình Vũ để cập bến Lạch Huyện ngày một nhiều, củng cố thêm lo ngại về hiệu suất khai thác dài hạn của các cảng phía trong sông.

Kể từ Q2/2025, khi 4 bến cảng từ bến cảng số 3 tới bến cảng số 6 đi vào hoạt động, tăng mạnh công suất khu vực Lạch Huyện và phục vụ tốt các tàu cỡ lớn, có 1 sự dịch chuyển rõ ràng về lượng tàu kích cỡ >3.000 TEUS chuyển dịch ra các cảng thuộc các bến cảng Lạch Huyện.

Hình 11: Cơ cấu tàu theo kích cỡ cập bến tại từng cụm cảng



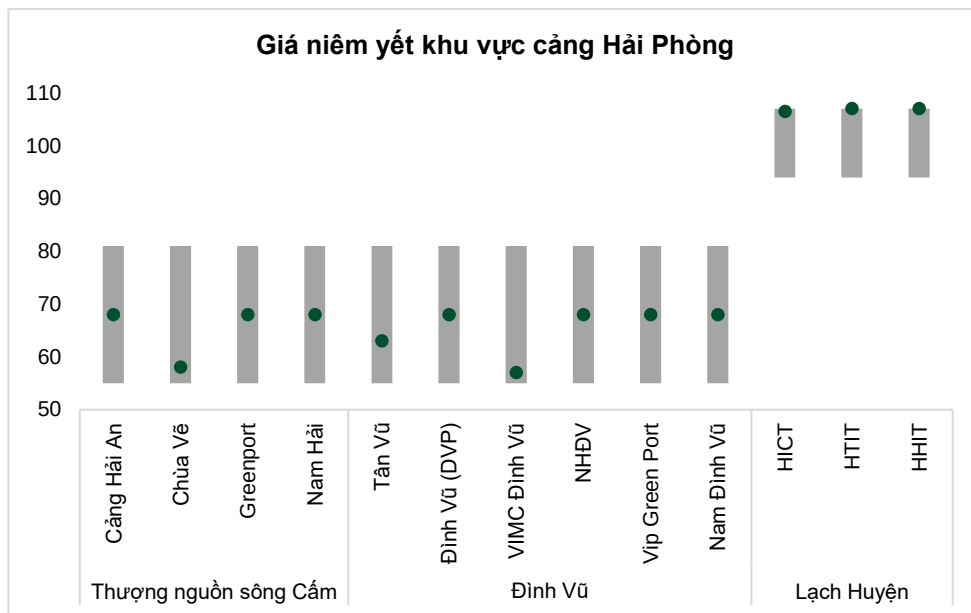
Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, VCBS Tổng hợp



Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, VCBS Tổng hợp

Nguồn cung bến bãi tăng mạnh khi sản lượng hàng hóa chưa bắt kịp đẩy mạnh bằng giá cước bốc dỡ gấp áp lực khi cạnh tranh gia tăng – hầu hết các cảng trong khu vực Thượng nguồn sông Cẩm và Đình Vũ đang niêm yết tại giữa khung giá trần sàn, phản ánh trái ngược với khu vực Lạch Huyện khi cả 3 cảng đều niêm yết giá tại mức trần khung giá quy định.

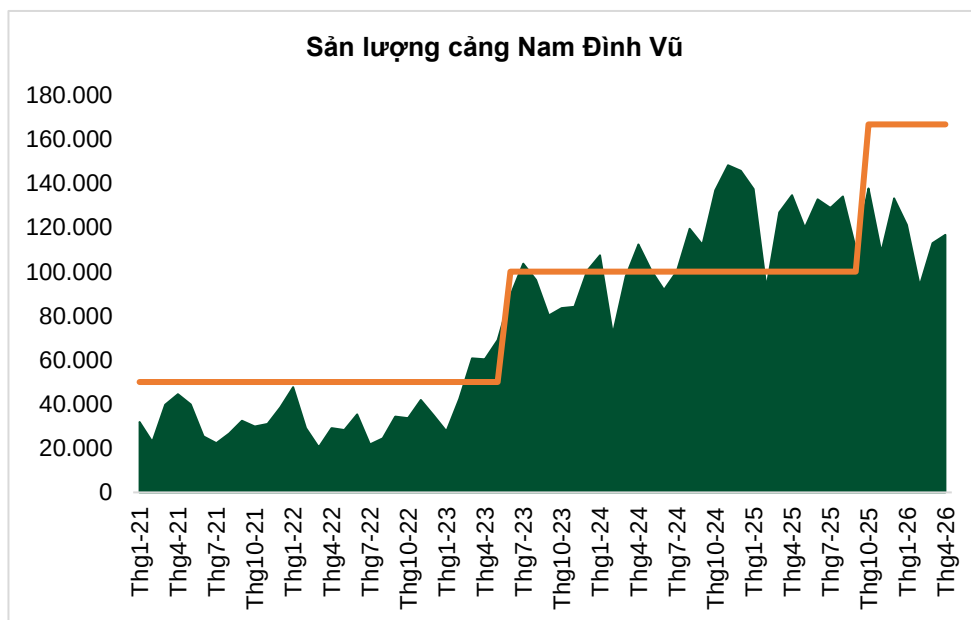
Hình 12: Giá niêm yết bốc dỡ container tại một số cảng khu vực Hải Phòng]



Nguồn: VCBS Tổng hợp

Bước sang 2026, giai đoạn 3 của Nam Đình Vũ đi vào hoạt động trọn năm nâng tổng công suất thiết kế toàn cụm lên hơn 2 triệu TEU/năm, tương đương mức tăng 54% so với công suất hiện hữu.

Hình 13: Sản lượng cảng Nam Đình Vũ so với công suất



Nguồn: VCBS Tổng hợp

Trong Q1, sản lượng thông qua cụm Nam Đình Vũ ước đạt 327 nghìn TEUs (-8% YoY), đạt 65% công suất thiết kế cả cụm.

Nam Đình Vũ sở hữu vị trí tốt nhất trong cụm bán đảo Đình Vũ và vừa có những nâng cấp mới về hạ tầng, tuy nhiên chúng tôi cho rằng xu hướng dịch chuyển hàng sang khu vực Lạch Huyện sẽ khiến tốc độ tăng trưởng sản lượng của cụm cảng này chậm lại trong hai năm tới.

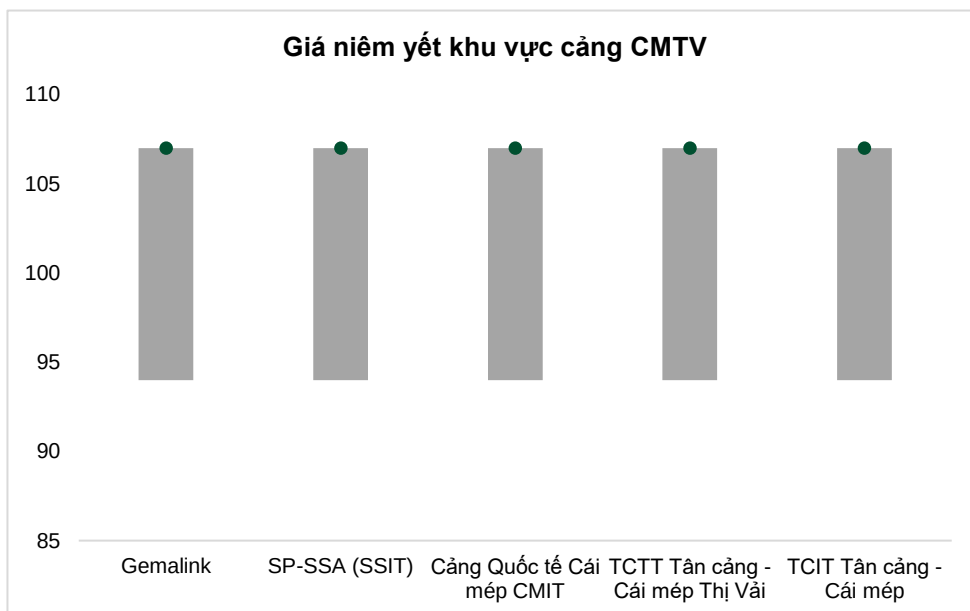
Việc nhiều tàu lớn lựa chọn Lạch Huyện làm điểm dỡ hàng chính thay vì bán đảo Đình Vũ làm suy giảm lợi thế của cụm cảng khu vực này nói chung, đồng thời khiến hiệu quả khai thác của Nam Đình Vũ giai đoạn 3 nói riêng khó phát huy tối đa như trong thời gian gần. Chúng tôi dự phóng sản lượng đóng góp từ cụm cảng miền Bắc sẽ đạt 1.720.000 TEUs (+15% YoY) trong 2026, tương đương hoạt động với 86% công suất thiết kế, đóng góp 2.959 tỷ vào doanh thu khai thác cảng của tập đoàn trong 2026.

Tăng trưởng lợi nhuận cảng nước sâu Gemalink nhờ cải thiện khung giá bốc xếp và dự án mở rộng Giai đoạn 2,3.

Tại khu vực Cái Mép – Thị Vải, dư địa tăng trưởng sản lượng bốc xếp của Gemalink hầu như không còn khi cảng đã vận hành ở mức tối đa công suất, đạt 1,9 triệu TEU trong năm 2025 (vượt 27% so với công suất thiết kế 1,5 triệu TEU). Tuy nhiên, cụm cảng này đã đón một cú hích mới nhờ điều chỉnh chính sách giá bốc dỡ container cảng nước sâu.

Cụ thể, từ ngày 1/2/2026, theo quyết định điều chỉnh của Bộ GTVT, mặt bằng giá sản dịch vụ bốc dỡ container tại đây chính thức tăng khoảng 10% so với mức giá hiện hành, đẩy giá bốc dỡ container 40 feet từ 85-97 USD/TEU lên 94-107 USD/TEU.

Hình 14: Giá niêm yết khu vực CM-TV

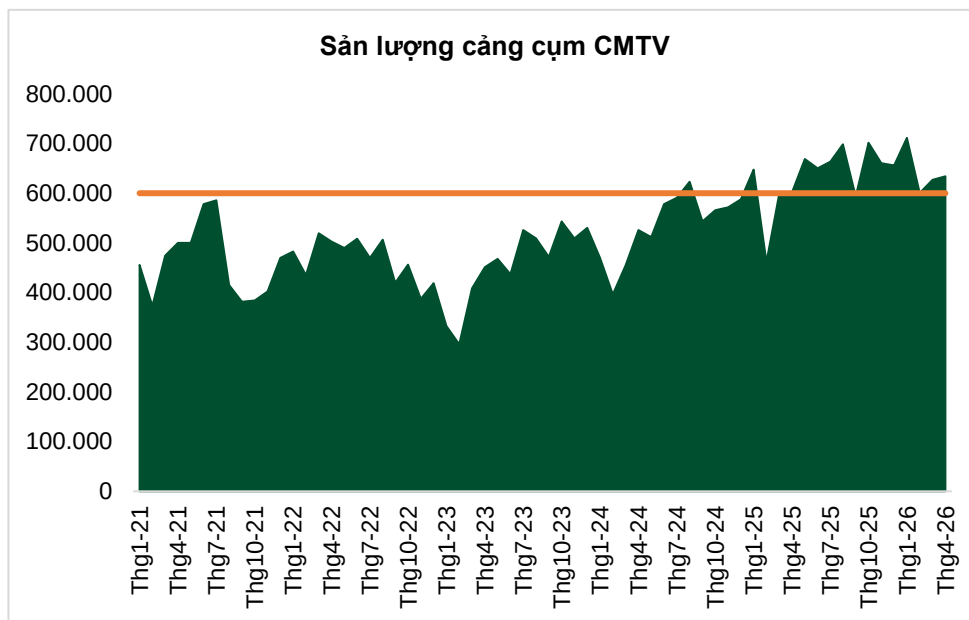


Nguồn: VCBS Tổng hợp

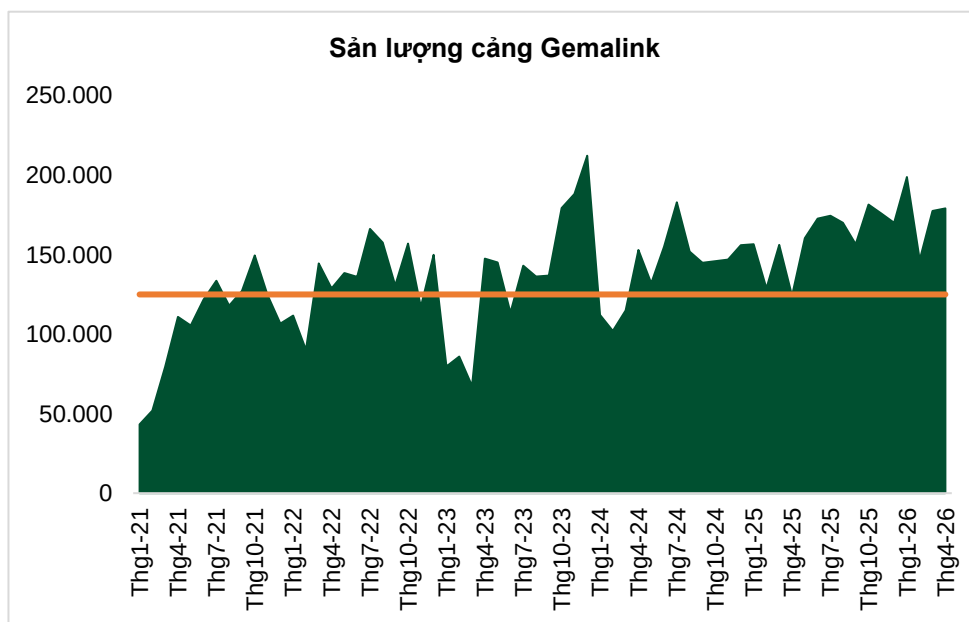
Điều đáng chú ý là trong bối cảnh toàn bộ các cảng tại khu vực Cái Mép – Thị Vải đều đã vận hành vượt công suất thiết kế từ năm 2024 và không còn quỹ đất để mở rộng, mặt bằng giá niêm yết bốc dỡ tại hầu hết các cảng đều đang áp sát mức giá trần của khung quy định. Gemalink là cái tên duy nhất còn dư địa phát triển quỹ đất trong cụm, trong khi dự án cảng mới Cái Mép Hạ với tổng vốn đầu tư 50.000 tỷ đồng và công suất thiết kế 11 triệu TEU, dự kiến khởi công vào quý 3/2026 – sẽ cần

hiều năm xây dựng trước khi có thể đưa nguồn cung mới ra thị trường. Trong ngắn hạn, khu vực này chưa xuất hiện đối thủ cạnh tranh đáng kể về nguồn cung, củng cố sức mạnh định giá cho các cảng hiện hữu.

Hình 15: Sản lượng khu vực CM-TV



Hình 16: Sản lượng cảng Gemalink

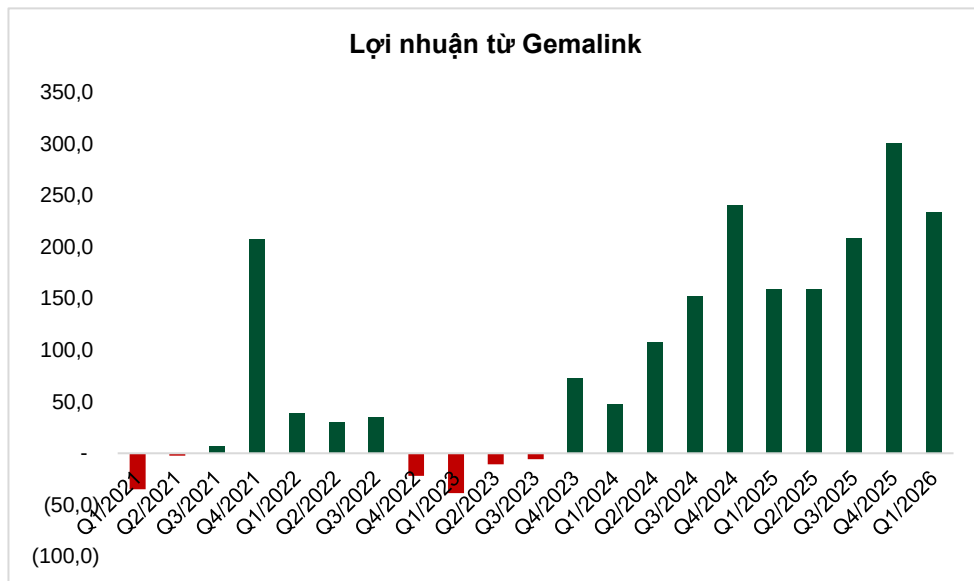


Nguồn: VPA, VCBS tổng hợp

Khác với tăng trưởng nhờ mở rộng công suất đòi hỏi vốn đầu tư (CAPEX) lớn, cải thiện về giá bốc xếp trong bối cảnh cảng đã lấp đầy công suất trực tiếp tăng doanh thu mà không làm chi phí tăng, trực tiếp tăng lợi nhuận của Gemalink. Với đặc thù của ngành khai thác cảng là định phí và chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng lớn, việc Gemalink đã qua điểm hòa vốn và chạy vượt công suất tạo ra hiệu ứng đòn bẩy hoạt động giúp gần như toàn bộ doanh thu tăng thêm sẽ được chuyển trực tiếp vào lợi nhuận khi vẫn tận dụng các hạ tầng sẵn có với chi phí không đổi.

Tính riêng sản lượng Gemalink ghi nhận mức tăng 18%, từ 441.614 TEUS lên mức 523.133 TEUS trong 3 tháng đầu năm. Lợi nhuận đóng góp cho tập đoàn tăng từ 159 tỷ trong Q1/2025 lên 233 tỷ trong Q1/2026 (+47% YoY), cho thấy tác động từ tăng khung trần sàn giá bốc xếp cảng nước sâu ảnh hưởng ngay lập tức tới hiệu quả hoạt động trong Q1 nói riêng và cả 2026 nói chung.

Hình 17: Lợi nhuận từ Gemalink đóng góp cho tập đoàn



Nguồn: Gemadept, VCBS tổng hợp

Về dài hạn, tăng trưởng của Gemalink sẽ được dẫn dắt bởi dự án mở rộng Giai đoạn 2 và 3, vừa chính thức động thổ vào ngày 17/4/2026 và dự kiến đi vào vận hành từ quý 4/2027. Khi hoàn thành, tổng công suất thiết kế của cảng sẽ được nâng từ 1,5 triệu TEU lên 3 triệu TEU, mở ra dư địa tăng trưởng sản lượng mới trong bối cảnh khu vực đang dần thu hút thêm các tuyến dịch vụ mẹ quốc tế nhờ xu hướng dịch chuyển dòng hàng từ Malaysia và Singapore về các cảng nước sâu Việt Nam.

Mặc dù rào cản thuế quan 15% của Mỹ có gây áp lực nhất định lên tâm lý xuất khẩu, với lợi thế từ vị trí thuận lợi và việc doanh nghiệp thu hút thành công các tuyến dịch vụ mới không đi Mỹ sẽ đảm bảo sản lượng hàng hóa ổn định qua Gemalink. Chúng tôi dự phóng, lợi nhuận đóng góp từ Gemalink sẽ tăng từ 826 tỷ đồng trong năm 2025 lên 1.099 tỷ đồng (+33%) trong năm 2026, trước khi Giai đoạn 2 và 3 chính thức đưa cảng bước vào một chu kỳ tăng trưởng mới từ năm 2028 trở đi.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Một số giả định chính trong dự báo KQKD

Tiêu chí	2024	2025	% YOY	2026F	%YOY	Nguyên nhân
Sản lượng cảng						
Cụm cảng miền Bắc (TEUs)	1,347,000	1,496,000	+11%	1,740,000	+15%	Nam Đình Vũ giai đoạn 3 đi vào hoạt động, nạo vét luồng lạch cho phép đón tàu to, cùng với xu hướng luồng hàng tiếp tục chuyển dịch xuống hạ nguồn là động lực cho năm 2026.
Cụm cảng miền Trung (Tấn)	2,240,000	2,309,000	+3%	2,350,000	+2%	Sản lượng hàng rời tại khu vực cảng Dung Quất duy trì ổn định, không có nhiều động lực bứt phá.
Cụm cảng miền Nam chưa bao gồm GML (TEUs)	1,340,496	1,683,000	+26%	1,935,000	+15%	Sản lượng hàng hóa tăng trưởng cùng với tốc độ tăng trưởng hàng hóa XNK của khu vực phía Nam.
Gemalink (TEUs)	1,747,504	1,900,000	+9%	1,995,000	+5%	Gemalink đã hoạt động vượt công suất tới gần 30%. Do đó sản lượng bị giới hạn bởi nút thắt hạ tầng.
Giá phục vụ trung bình						
Cụm cảng miền Bắc (tr/TEUs)	1.617	1.720	+6%	1.720	+5%	Với lợi thế địa lý và xu hướng luồng hàng cụm cảng miền Bắc được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng nhẹ đơn giá phục vụ trung bình năm tới.
Cụm cảng miền Trung (000/Tấn)	0.018	0.022	+22%	0.025	+0%	Đơn giá phục vụ trung bình cho hàng rời tại khu vực cảng Dung Quất duy trì ổn định, không có nhiều động lực bứt phá.
Cụm cảng miền Nam k gồm GML (tr/TEUs)	1.469	1.560	+6%	1.550	+0%	Các cảng ngoài Gemalink thuộc cụm cảng miền Nam không có lợi thế đặc biệt hay thay đổi về luồng hàng nên được dự phóng sẽ có giá phục vụ duy trì ổn định

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **81,923 đồng/cp**, dựa trên phương pháp P/E và FCFE với tỷ trọng lần lượt là 30/70

Giả định tính toán hệ số chiết khấu:

Chi phí VCSH = 11% theo CAPM ($R_f = 4.5\%$, Risk premium = 8.35%, $\beta = 0.78$)

Tăng trưởng vĩnh viễn = 1.5%

Định giá bằng FCFE:

FCFE: tỷ VNĐ	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
FCFE	2,835	1,097	3,548	2,583	2,972
NPV giai đoạn 2026F-2030F					9,950
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn ($g = 1.5\%$)					24,634
Giá trị VCSH					34,584
Số lượng CPLH (Triệu CP)					426,495,109
Giá mục tiêu					81,088

Thông số tính toán: P/E

Trung bình ngành: 16x

(Được lấy dựa theo trung bình ngành)

Định giá bằng Phương pháp P/E

Biến số	Hệ số áp dụng
LNST công ty mẹ 2026F	2,183
P/E mục tiêu	15.5x
Giá trị VCSH	34.928gm
Số lượng CPLH (Triệu CP)	426,495,109
Giá mục tiêu	81.895

Định giá GMD

Biến số	Hệ số áp dụng
Định giá bằng phương pháp P/E (30%)	81.895
Định giá bằng phương pháp FCFE (70%)	81.088
Định giá GMD	81,653

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào TRUNG LẬP hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Nguyễn Bá Long

Chuyên viên Phân tích Ngành – Doanh nghiệp

nblong@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>