CTCP GEMADEPT (HSX: GMD)

Duy trì vị thế hàng đầu trong lĩnh vực khai thác cảng biển

Chỉ tiêu (tỉ đồng)	Q4-FY25	Q3-FY25	+/- qoq	Q4-FY24	+/- yoy
Doanh thu thuần	1.614	1.557	4%	1.412	14%
Lợi nhuận sau thuế	568	312	82%	235	142%
EBIT	406	344	18%	359	13%
Tỷ suất EBIT	25%	22%	309 bps	25%	-23 bps

Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

FY2025: Cụm cảng phía Nam giúp GMD vững bước vượt qua thử thách thuế quan

- Doanh thu và LNST-CĐM của GMD lần lượt đạt 5.955 tỷ đồng (+23% YoY) và 1.756 tỷ đồng (+21% YoY), tích cực hơn so với kỳ vọng của chúng tôi (dự phóng doanh thu và LNST-CĐM lần lượt đạt 5.075 tỷ đồng và 1.595 tỷ đồng, tương ứng cao hơn 17% và 10% so với dự báo).
- Sản lượng thông qua tại cảng Nam Đình Vũ (NĐV), Bình Dương & PIP và Gemalink (GML) lần lượt đạt 1.510 nghìn TEU (+12% YoY), 1.671 nghìn TEU (+23% YoY) và 1.911 nghìn TEU (+11% YoY). Tốc độ tăng trưởng phù hợp với bối cảnh chung toàn quốc, sản lượng thông qua cả nước đạt 34,4 triệu TEU (+15% YoY).
- ***Lãi từ công ty liên doanh, liên kết:*** ghi nhận đạt 1.156 tỷ đồng (+39% YoY) với Gemalink và SCS giữ vị trí trọng tâm, hai công ty đóng góp tỷ trọng 64% LNST-CĐM cho GMD. Cụ thể, ghi nhận lợi nhuận từ SCS là 260 tỷ đồng (+10% YoY) và GML là 827 tỷ đồng (+51% YoY). KQKD của GML cao hơn 45% so với dự phóng của chúng tôi (dự phóng đạt 568 tỷ đồng).
- Lãi/lỗ khác, ròng ghi nhận 393 tỷ đồng (+23% YoY). Đây là các chi phí liên quan đến trích lập dự phòng giảm giá đầu tư vào lĩnh vực cao su của GMD.

Triển vọng 2026: Hưởng lợi nhờ chính sách và mở rộng hạ tầng tạo dư địa tiếp tục tăng trưởng

- Sản lượng container toàn thị trường dự báo đạt 37,5 triệu TEU (+9% YoY), tăng trưởng chủ yếu tại các cảng nước sâu còn dư công suất. Hai cảng Bình Dương & PIP và Gemalink dự phóng sản lượng lần lượt là 1.778 nghìn TEU (+5%) và 1.989 nghìn TEU (+4%), tăng chậm do hạn chế công suất. Với NĐV, việc đưa giai đoạn 3 vào khai thác giúp đón dòng hàng dịch chuyển xuống hạ nguồn, giảm tác động xu hướng chuyển từ cảng sông sang Lạch Huyện, sản lượng dự phóng đạt 1.647 nghìn TEU (+9%).
- Dự phóng doanh thu đạt 6.341 tỷ đồng (+6% YoY), trong đó lĩnh vực xếp dỡ container đạt 5.674 tỷ đồng (+8% YoY) nhờ (1) tổng sản lượng tăng trưởng tại NĐV và Bình Dương & PIP (+7% YoY) và (2) giá dịch vụ xếp dỡ bình quân tăng trưởng 2% svck theo yếu tố tỷ giá USD/VND. Doanh thu Logistics dự phóng đạt 667 tỷ đồng (-5% YoY) do mảng cho thuê tàu định hạn đạt 136 tỷ đồng (-41% YoY) với tàu Green Pacific hết hợp đồng cho thuê, và tàu Pride Pacific tái ký với giá cước 14.000 USD/ngày (+17% so với hợp đồng cũ).
- Đóng góp từ liên doanh liên kết với SCS là nền tảng, tiếp tục duy trì đóng góp là 297 tỷ đồng (+8% YoY) và GML là hạt nhân tăng trưởng với đóng góp 1.049 tỷ đồng (+26% YoY). Ngoài tăng trưởng về sản lượng, GML được hưởng lợi bởi giá xếp dỡ container tại cảng nước sâu được tăng 10% kể từ tháng 02/2026 theo Quyết định số 2506/QĐ-BXD. Chúng tôi ước tính biên LNST của GML là 35% trong năm 2025, và sẽ được mở rộng 2pps lên 37% nhờ nâng giá dịch vụ xếp dỡ trong năm 2026.
- Dự phóng LNST-CĐM của GMD đạt 2.238 tỷ đồng (+28% YoY). EPS tương ứng là 5.247 VND.

Quan điểm và khuyến nghị

*Sử dụng phương pháp tổng các thành phần, chúng tôi nâng giá mục tiêu cho GMD từ 71.000 VNĐ/cổ phiếu lên **90.300 VNĐ/cổ phiếu**, cùng với cổ tức 2.000 VNĐ/cổ phiếu, tương đương tỷ suất sinh lời kỳ vọng là 26%, dựa trên giá đóng cửa ngày 22/04/2025. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với GMD. Nâng định giá đến từ (1) kết quả kinh doanh năm 2025 vượt kỳ vọng tại cảng Bình Dương & PIP và Gemalink, cho thấy hiệu quả khai thác và nhu cầu thị trường tích cực hơn dự báo trước đó và (2) hưởng lợi từ chính sách nâng giá của Bộ Xây Dựng có hiệu lực từ tháng 02/2026.*

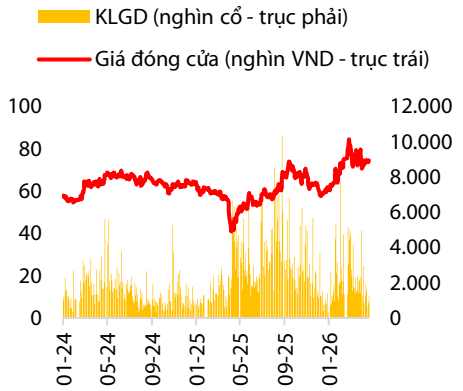
MUA	+26%
Giá thị trường (VND)	73.500
Giá mục tiêu (VND)	90.300

Dự kiến cổ tức tiền mặt 1 năm tới: 2.000 VND/cp

Thông tin cổ phiếu	
Ngành	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	31.561
SLCPDLH (triệu CP)	426
KLGD bình quân 20 phiên (nghìn CP)	2.350
Free Float (%)	90
Giá cao nhất 52 tuần	45.486
Giá thấp nhất 52 tuần	84.400
Beta	1,0

	FY2025	Hiện tại
EPS	4.116	4.157
Tăng trưởng EPS (%)	17,1	25,0
P/E	18,0	17,6
P/B	2,4	2,4
EV/EBITDA	16,5	16,4
ROE (%)	13,8	13,8

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)	
VI FUND II, L.P	5,0
Khác	95,0
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	*41,96*

Cập nhật KQKD năm 2025: Khu vực phía Nam trở thành động lực tăng trưởng của GMD

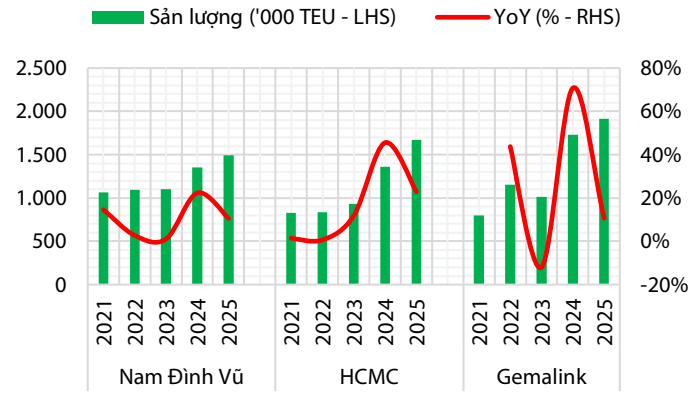
Năm 2025, doanh thu và LNST-CĐM của GMD lần lượt đạt 5.955 tỷ đồng (+23% YoY) và 1.756 tỷ đồng (+21% YoY), tích cực hơn so với kỳ vọng của chúng tôi (dự phóng doanh thu và LNST-CĐM lần lượt đạt 5.075 tỷ đồng và 1.595 tỷ đồng, tương ứng cao hơn 17% và 10% so với dự báo).

- ***Doanh thu mảng xếp dỡ container:*** đạt 5.254 tỷ đồng (+25% YoY), chiếm tỷ trọng 88% doanh thu thuần. Tổng sản lượng thông qua các cảng của GMD (không bao gồm GML) đạt 3.181 nghìn TEU (+17% YoY), động lực tăng trưởng tập trung vào khu vực cảng Bình Dương và PIP.
- ***Doanh thu mảng Logistics và cho thuê văn phòng:*** đạt 701 tỷ đồng (+11% YoY), chiếm tỷ trọng 12% doanh thu thuần. Doanh thu Logistics tăng trưởng tốt nhờ hai tàu Green Pacific và Pride Pacific cho thuê định hạn với giá cước 12.000 – 13.000 USD/ngày, cao hơn 50% so với giá thuê của cùng kỳ.

Diễn biến sản lượng container thông qua ba cảng trọng điểm của GMD:

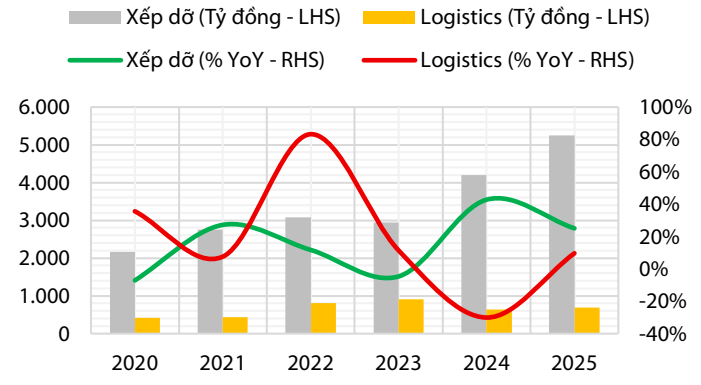
- ***Nam Đình Vũ:*** đạt 1.511 nghìn TEU (+11% YoY). Tốc độ tăng trưởng tương đồng với bối cảnh chung của khu vực Hải Phòng (+12% YoY). Thị phần của GMD tại Hải Phòng giảm nhẹ 10 bps YoY, xuống còn 18,4%. Khu vực hạ nguồn tiếp tục ghi nhận sự dịch chuyển thị phần sang cụm cảng nước sâu Lạch Huyện. Nhờ sở hữu vị trí địa lý thuận lợi với kênh Hà Nam có độ sâu trước bến và vùng quay đầu lớn hơn so với các cảng sông khác nên đã thu hút được dòng hàng từ các cảng khác như SITC (đối tác chiến lược của cảng Đình Vũ) về khai thác.
- ***Gemalink:*** đạt 1.927 nghìn TEU (+11% YoY), ghi nhận mức tăng trưởng thấp hơn đáng kể so với toàn khu vực cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải (CMTV, +18% YoY). Động lực tăng trưởng của khu vực chủ yếu tập trung tại hai cảng CMIT và SSIT, trong bối cảnh nhiều cảng khác đã vận hành vượt công suất thiết kế, với GML đã khai thác ở mức 128%. Theo đó, thị phần của GML giảm xuống còn 25,3% (-146 bps YoY).
- ***Bình Dương & PIP:*** đạt 1.671 nghìn TEU (+23% YoY) , là yếu tố chính giúp doanh thu thuần của GMD vượt dự báo (dự phóng 1.360 nghìn TEU, thấp hơn thực tế 23%). Cụm cảng đóng vai trò trung chuyển, kết nối hàng hóa từ các KCN phía Nam tới cảng GML trước khi xuất khẩu sang thị trường Mỹ và EU, do đó sản lượng tăng trưởng đồng pha với GML. Trong bối cảnh thương mại tăng trưởng tích cực năm 2025, sản lượng tại cụm cảng ghi nhận mức tăng vượt trội so với GML nhờ dư địa công suất vẫn còn lớn (mới khai thác khoảng 90% công suất thiết kế).

Hình 1: Sản lượng container tại các cảng chính của GMD



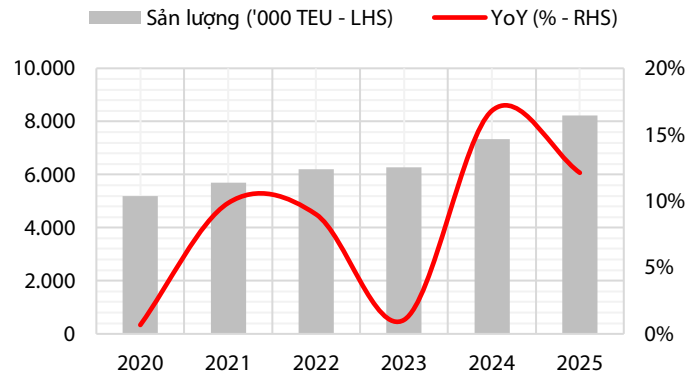
Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Doanh thu theo lĩnh vực kinh doanh của GMD



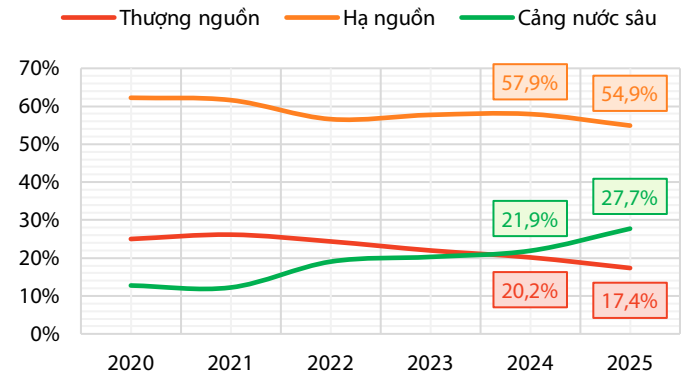
Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Sản lượng container thông qua khu vực Hải Phòng



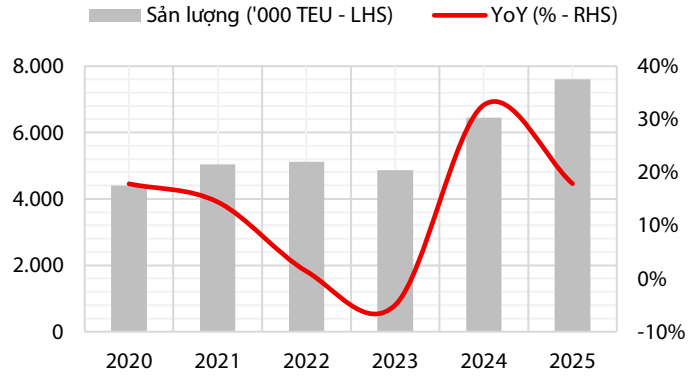
Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Thị phần theo nhóm cảng tại Hải Phòng (%)



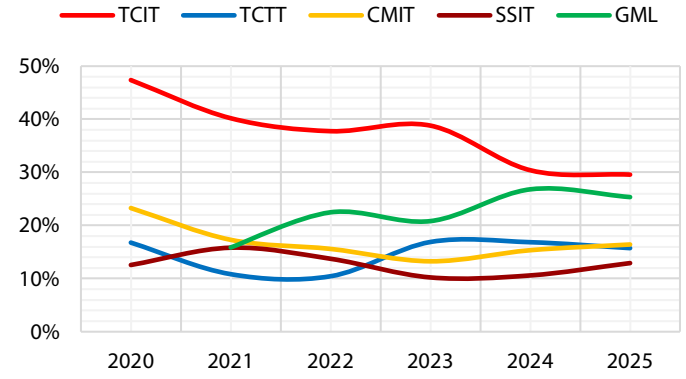
Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Sản lượng container thông qua khu vực CMTV



Nguồn: VPA, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Thị phần các cảng nước sâu tại CMTV (%)



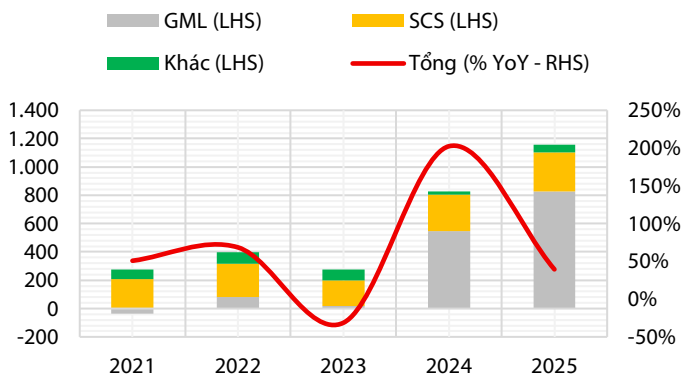
Nguồn: VPA, CTCK Rồng Việt

Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết: ghi nhận đạt 1.156 tỷ đồng (+39% YoY) với Gemalink và SCS giữ vị trí trọng tâm, hai công ty đóng góp tỷ trọng 64% LNST-CĐM cho GMD:

- ***Gemalink:*** GMD ghi nhận lợi nhuận đóng góp từ GML là 827 tỷ đồng (+51% YoY), cao hơn 45% so với dự phóng của chúng tôi (dự phóng đạt 568 tỷ đồng). Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ sản lượng tích cực, cùng với việc áp dụng trọn năm biểu giá mới theo Thông tư 39/2023/TT-BGTVT (so với cùng kỳ chỉ áp dụng từ tháng 3/2024), mặt bằng tỷ giá bình quân cao hơn khoảng 4% svck, và Công ty đã thực hiện thanh toán trước hạn một phần các khoản nợ vay nên giảm chi phí lãi vay.
- ***SCS:*** GMD ghi nhận lợi nhuận đóng góp từ SCS là 260 tỷ đồng (+10% YoY). Năm 2025, SCS ghi nhận doanh thu và LNST lần lượt là 1.197 tỷ đồng (+15% YoY) và 751 tỷ đồng (+8% YoY). Các chỉ tiêu sinh lời được duy trì ở mức cao với biên gộp và biên ròng lần lượt đạt 78% (+1,2 pps YoY) và 63% (-4,1 pps YoY). (Xem thêm báo cáo cập nhật SCS)

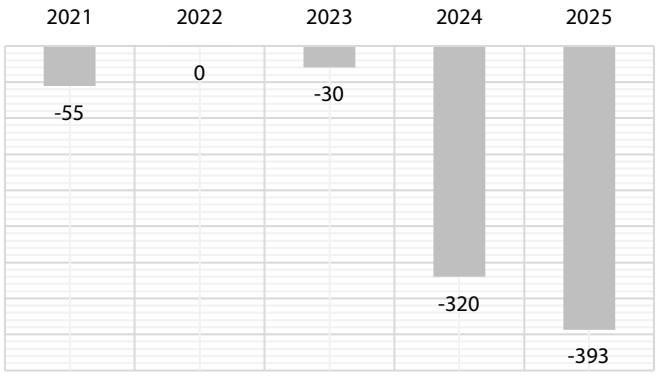
Lãi/lỗ khác, ròng: ghi nhận 393 tỷ đồng (+23% YoY). Đây là các chi phí liên quan đến trích lập dự phòng giảm giá đầu tư vào lĩnh vực cao su của GMD. Ngoài ra, GMD chỉ ghi nhận thu nhập khác là 45 tỷ đồng (-83% YoY) nên ghi nhận lỗ ròng nhiều hơn 23% svck (cùng kỳ hoàn nhập 227 tỷ đồng do khoản nợ phải trả không xác định được chủ nợ).

Hình 7: Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Lãi/lỗ khác, ròng



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: KQKD năm 2025 của GMD

Đơn vị: Tỷ đồng	FY2025	+/- YoY	% Kế hoạch 2025	% Dự phóng 2025
Sản lượng ('000 TEU)	**5.093**	**15%**		**113%**
Nam Đình Vũ	1.510	12%		108%
Bình Dương & PIP	1.671	23%		123%
Gemalink	1.912	11%		108%
Doanh thu thuần	**5.955**	**23%**	**123%**	**117%**
Xếp dỡ container	5.254	25%		121%
Logistics	701	11%		94%
Giá vốn hàng bán	**3.216**	**19%**		**115%**
Xếp dỡ container	2.864	21%		
Logistics	353	5%		
Lợi nhuận gộp	**2.739**	**28%**		
Chi phí bán hàng và quản lý	1.093	33%		
EBIT	1.641	**26%**		
Lãi/lỗ từ liên doanh, liên kết	1.158	**40%**		**128%**
Doanh thu tài chính	228	-46%		
Chi phí tài chính	113	-19%		
Lãi/lỗ khác, ròng	-394	23%		
LNTT	**2.521**	**20%**	**140%**	
LNST	**1.756**	**21%**		**110%**

Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Các chỉ tiêu tài chính của GMD không có biến động mạnh trong năm 2025:

- Biên lợi nhuận gộp được mở rộng nhẹ, đạt 46% (+2 pps YoY).
- Chi phí BH&QLDN/doanh thu ghi nhận mức 18% (+1 pps YoY).
- Biên lợi nhuận ròng đạt 29% (-1 pps YoY). Biên lợi nhuận ròng bị thu hẹp do công ty ghi nhận lãi/lỗ khác, ròng tăng mạnh svck như nêu phía trên.

Bảng 2: Chỉ tiêu tài chính của GMD trong năm 2025

Chỉ tiêu	FY2025	+/- YoY
Hiệu quả sinh lợi (%)		
Biên lợi nhuận gộp	46%	+2 pps
EBITDA/Doanh thu	35%	-1 pps
EBIT/Doanh thu	28%	+1 pps
TS lợi nhuận ròng	29%	-1 pps

Hiệu quả hoạt động (x)		
- Số ngày tồn kho	10	-1
- Số ngày phải thu	86	-8
- Số ngày phải trả	78	+12
Đòn bẩy (%)		
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	18%	+1 pps

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Phân tích Dupont hiệu quả sử dụng vốn (ROE):

Chỉ số ROE được mở rộng 1,6 pps YoY lên mức 13,4% năm 2025 và dự báo đạt 15,1% vào năm 2026. Cụ thể:

- Chúng tôi kỳ vọng GMD không còn trích lập dự phòng đầu tư không hiệu quả đối với lĩnh vực cao su do đây là yếu tố không thường niên. Qua đó, biên lợi nhuận ròng được cải thiện 4,5 pps YoY, đạt 34%.
- Vòng quay tài sản được duy trì ở mức 0,3 lần (đi ngang svck), cho thấy tính chất đặc thù của ngành cảng biển là vốn đầu tư tài sản ban đầu lớn và thời gian thu hồi vốn dài.
- Đòn bẩy tài chính (Tổng tài sản/VCSH) duy trì ở mức thấp là 1,5 lần (đi ngang svck). GMD đầu tư cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 bằng nguồn vốn phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu năm 2024, và không sử dụng nhiều nợ vay.

Bảng 3: Hiệu quả sử dụng vốn của GMD theo phân tích Dupont

Chỉ tiêu	2022	2023	2024	2025	2026F
ROE (%)	14,4	26,2	11,8	13,4	15,1
Trong đó:					
Biên ròng (%)	25,5	58,5	30,1	29,5	34,0
Vòng quay tài sản (x)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Đòn bẩy tài chính (x)	1,9	1,6	1,5	1,5	1,5

Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Triển vọng 2026: Cụm cảng phía Nam duy trì vị thế mũi nhọn tăng trưởng

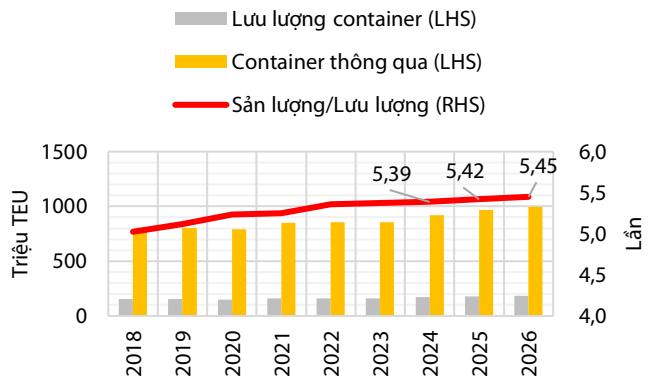
Năm 2025, sản lượng container thông qua toàn cầu ước đạt 965 triệu TEU (+5% YoY). Chỉ số lưu lượng/sản lượng đạt 5,42 lần (+3 pps YoY), tiếp tục quỹ đạo tăng trước đó khi nhiều cảng trung chuyển hơn được tích hợp vào chuỗi cung ứng toàn cầu. Thị phần sản lượng container của Việt Nam tiếp tục mở rộng, đạt 3,56% (+30 bps YoY), phản ánh mức độ hội nhập ngày càng sâu của Việt Nam vào chuỗi cung ứng toàn cầu. Theo UNCTAD, Việt Nam lọt Top 10 quốc gia có tốc độ tăng trưởng Chỉ số Kết nối vận tải biển (LSCI) nhanh nhất thế giới, tăng 14% YoY, chủ yếu nhờ đẩy mạnh đầu tư mở rộng hạ tầng cảng biển. Nổi bật là bốn bến cảng nước sâu mới tại Lạch Huyện, giúp nâng cao năng lực tiếp nhận tàu và tần suất khai thác.

Tiếp nối xu hướng của năm cũ, dự phóng sản lượng container thông qua hệ thống cảng Việt Nam đạt 37,5 triệu TEU (+9% YoY) cho năm 2026.

- Lưu lượng container toàn cầu dự kiến tăng 2,6% YoY, tương đương mức dự báo trung bình của ba tổ chức nghiên cứu hàng hải gồm Drewry (+2,2% YoY), Alphaliner (+2,5% YoY) và Clarksons (+2,6% YoY). Chỉ số lưu lượng/sản lượng được kỳ vọng tiếp tục mở rộng với quỹ đạo tăng 3 điểm phần trăm svck, đạt mức 5,45 lần.
- Tại Việt Nam, các cảng nước sâu khu vực Lạch Huyện vẫn đang trong giai đoạn đầu khai thác (Bến 3&4 và 5&6 khai thác với công suất lần lượt là 22% và 41% công suất thiết kế), do đó còn dư địa tăng trưởng đáng kể. Trong bối cảnh này, thị phần container của Việt Nam được dự báo tiếp tục mở rộng với tốc độ 20 điểm cơ bản svck.

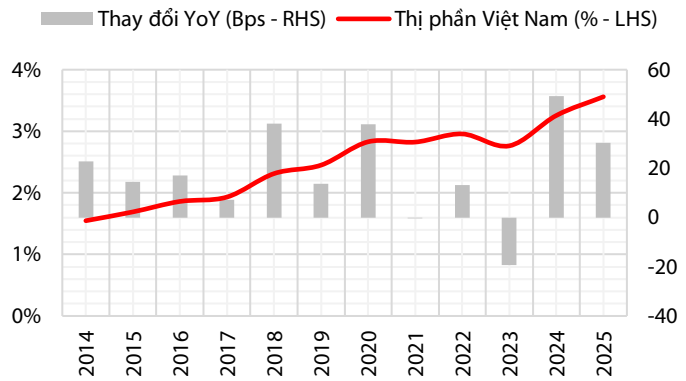
Lưu ý: Các dự báo lưu lượng container toàn cầu được đưa ra sau khi xảy ra xung đột địa chính trị tại Trung Đông và việc đóng cửa eo biển Hormuz. Sự kiện này hiện chưa tác động đáng kể đến dòng chảy container đường biển, do tuyến đường này chỉ chiếm khoảng 2,8% tổng lưu lượng toàn cầu. Tuyến hàng hải chính đã chuyển hướng qua Mũi Hảo Vọng từ tháng 10/2023. Trong dài hạn, rủi ro vẫn hiện hữu do tính chất khó lường của xung đột địa chính trị. Nếu xung đột kéo dài, chi phí vận tải sẽ gia tăng theo giá nhiên liệu, làm gia tăng áp lực lạm phát và ảnh hưởng tiêu cực đến sức mua toàn cầu. Chúng tôi vẫn đang theo dõi chặt chẽ yếu tố này và sẽ cập nhật khi có biến động đáng kể.

Hình 9: Sản lượng container thông qua cảng biển trên toàn cầu



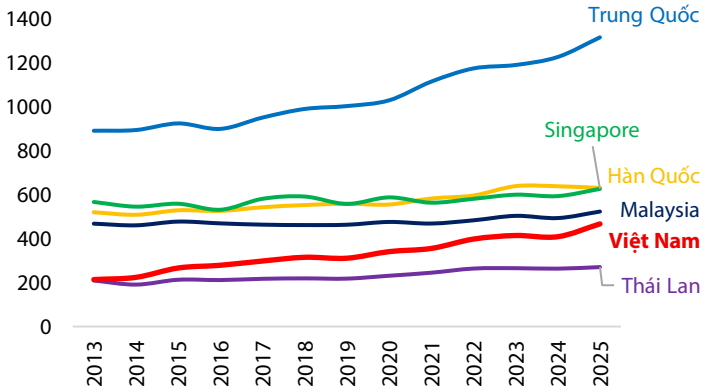
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 10: Thay đổi thị phần container thông qua Việt Nam



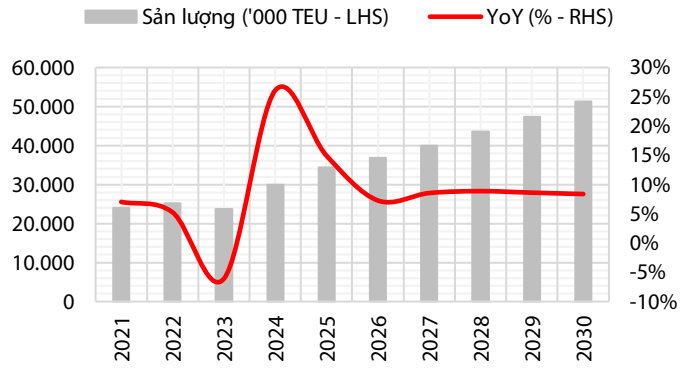
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 11: Chỉ số kết nối của Việt Nam



Nguồn: Unctad, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Dự phóng sản lượng container thông qua Việt Nam



Nguồn: VPA, CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Dự phóng KQKD 2026F

Đơn vị: Tỷ đồng	2026F	+/- YoY	Giả định
Sản lượng ('000 TEU)	**5.393**	**6%**	
Nam Đình Vũ	1.647	9%	Xu hướng dịch chuyển sản lượng về hạ nguồn sông Cấm giúp GMD giảm áp lực cạnh tranh từ cảng nước sâu Lạch Huyện. Dự phóng sản lượng qua Hải Phòng đạt 9 triệu TEU (+10% YoY) nhờ mở rộng hạ tầng, trở thành điểm thu hút hãng tàu. Tuy nhiên, thị phần NĐV giảm nhẹ 20 bps svck do cạnh tranh gia tăng.
Bình Dương & PIP	1.757	5%	Sản lượng dự báo đạt 1,8 triệu TEU (+5% YoY), tương đương với tốc độ tăng trưởng tại GML do cụm cảng mang chức năng kết nối giữa KCN phía Nam và cảng GML, tương ứng hiệu suất khai thác đạt 113% công suất thiết kế.
Gemalink	1.989	4%	Sản lượng GML dự phóng gần 2 triệu TEU (+4% YoY), hưởng lợi từ tăng trưởng thương mại toàn quốc. Tuy nhiên, mức tăng thấp hơn so với khu vực Cái Mép–Thị Vải (+7% YoY) do công suất khai thác đã đạt khoảng 135%, hạn chế dư địa tăng trưởng.
Doanh thu thuần	**6.341**	**6%**	
Xếp dỡ container	5.674	8%	Dự phóng tăng trưởng đạt 8% nhờ yếu tố sản lượng tăng trưởng tại NĐV và Bình Dương & PIP (+7% YoY), giá dịch vụ xếp dỡ bình quân tăng trưởng 1% svck theo yếu tố tỷ giá USD/VND, trung bình đạt 1,7 triệu VND/TEU.
Logistics	667	-5%	Trong năm 2026, chúng tôi dự phóng lĩnh vực kho vận duy trì tăng trưởng 3%, đạt 531 tỷ đồng. Lĩnh vực cho thuê tàu định hạn đạt 136 tỷ đồng (-41% YoY) do tàu Green Pacific hết hợp đồng cho thuê, và tàu Pride Pacific tái ký với giá cước 14.000 USD (+17% so với hợp đồng cũ). Tổng doanh thu Logisctic dự phóng là 667 tỷ đồng (-5% YoY).
Giá vốn hàng bán	**3.570**	**11%**	Giá vốn tăng nhanh hơn so với doanh thu bởi tăng chi phí khấu hao khi đưa cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 vào hoạt động kể từ tháng 10/2025. Chúng tôi ước tính, chi phí khấu hao tăng thêm 90 tỷ đồng trong năm 2026.
Lợi nhuận gộp	**2.771**	**1%**	
Chi phí BH&QLDN	1.098	0%	Chúng tôi duy trì tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu thuần ở mức 18%.
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết	1.405	19%	Hai trụ cột của GMD là SCS và GML là trụ cột đóng góp về lợi nhuận trong năm 2026: • **SCS:** Dự phóng LNST của SCS đạt 811 tỷ đồng (+8% YoY) sẽ đóng góp vào LNST của GMD là 297 tỷ đồng (+8% YoY), tương ứng với tỷ lệ lợi ích 36,24%. • **GML:** Sản lượng dự phóng đạt 2 triệu TEU (+4% YoY), tốc độ tăng trưởng chậm lại khi dư địa khai thác hạn chế, tương đương hiệu suất đạt 135% công suất thiết kế. Giá xếp dỡ container tại cảng nước sâu được tăng 10% kể từ tháng 02/2026 theo Quyết định số 2506/QĐ-BXD. Chúng tôi ước tính biên LNST của GML là 35% trong năm 2025, và sẽ được mở rộng 2pps lên 37% nhờ nâng giá dịch vụ xếp dỡ. Dự phóng LNST của GML là 1.611 tỷ đồng (+25% YoY). Đóng góp vào LNST của GMD là 1.049 tỷ đồng, tương đương với tỷ lệ lợi ích là 65,13%.
Doanh thu tài chính	126	-45%	
Chi phí tài chính	185	64%	
Lãi/lỗ khác, ròng			Chúng tôi không dự phóng khoản trích lập dự phòng của GMD cho lĩnh vực cao su do đây là chi phí không bằng tiền và không có tác động trọng yếu đến định giá của GMD.
LNTT	**3.014**	**20%**	
Lợi ích cổ đông thiểu số	553	1%	Lợi ích cổ đông thiểu số phần lớn ở công ty cảng Nam Đình Vũ (GMD sở hữu 60% lợi ích tại NĐV). Cảng NĐV giai đoạn 3 mới được đưa vào khai thác nên khả năng sinh lời giảm do chi phí khấu hao tăng thêm khoảng 90 tỷ đồng. Qua đó, ước tính lợi ích cổ đông thiểu số tăng nhẹ 1% svck.
LNST	**2.238**	**27%**	
Chỉ tiêu tài chính			
Biên lợi nhuận gộp	44%	-2 pps	
EBITDA/Doanh thu	35%	0 pps	
EBIT/Doanh thu	26%	-1 pps	
TS lợi nhuận ròng	35%	6 pps	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Cập nhật dự án mở rộng cảng Gemalink giai đoạn 2

Sau nhiều năm chờ đợi, dự án Gemalink giai đoạn 2 là một trong ba dự án trọng điểm của thành phố Hồ Chí Minh được khởi công xây dựng vào ngày 17/04/2026. Chúng tôi giả định dự ánh GML 2 sẽ được xây dựng trong khoảng 15 tháng và sẽ bắt đầu khai thác vào đầu năm 2028, hiệu suất khai thác của giai đoạn 2 đạt 100% công suất thiết kế trong năm 2029.

- Dự án đầu tư cảng GML 2 cũ được chia làm hai giai đoạn đầu tư là 2A và 2B với tổng mức đầu tư gần 300 triệu USD. Trong đó, chiều dài cầu mỗi cầu cảng là 350m.
- Theo chứng nhận điều chỉnh đầu tư ngày 30/12/2025, dự án GML 2A được đổi tên thành GML 2, và được phép kéo dài chiều dài cầu cảng thêm 357m về phía thượng lưu, tổng mức đầu tư của dự án tăng từ 3.800 tỷ đồng lên hơn 8.300 tỷ đồng.
- Mặt khác, GML 2B được đổi tên thành GML 3 với thông số kỹ thuật như cũ, có kế hoạch được xây dựng vào năm 2028, tuy nhiên dự án vẫn chưa có nhiều chuyển biến so với kế hoạch cũ, dự án gặp vướng mắc về giấy phép xây dựng. Do đó, chúng tôi không tính giá trị của Gemalink giai đoạn 3 trong báo cáo cập nhật lần này, cho đến khi dự án có đầy đủ điều kiện pháp lý.

Hình 13: Phân cảnh dự án Gemalink giai đoạn 2 theo kế hoạch đầu tư cũ



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Bảng 5: So sánh quy mô đầu tư dự án Gemalink trước và sau khi điều chỉnh

		Kế hoạch đầu tư cũ	Kế hoạch đầu tư mới
	Đơn vị	**Giai đoạn 2A**	**Giai đoạn 2**
Chiều dài cầu bến	Mét	350	700
Tổng mức đầu tư	Tỷ đồng	3.800	8.361

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Cập nhật định giá

Sử dụng phương pháp tổng các thành phần (SoTP), chúng tôi nâng mức giá mục tiêu đối với cổ phiếu GMD từ **71.000 VND/cổ phiếu** lên thành **90.300 VNĐ/cổ phiếu.** Kết quả kinh doanh năm 2025 vượt kỳ vọng tại cảng Bình Dương & PIP và Gemalink, cho thấy hiệu quả khai thác và nhu cầu thị trường tích cực hơn dự báo trước đó. Năm 2026, chúng tôi cho rằng GMD có đủ khả năng duy trì tăng trưởng lợi nhuận trên 20%. Động lực chính đến từ việc mở rộng hạ tầng tại cảng NĐV, hạ tầng thông thoáng giúp GMD chống chọi được với xu hướng dịch chuyển mạnh ra khu vực cảng Lạch Huyện. Đồng thời, cảng Gemalink sẽ được hưởng lợi trực tiếp sau khi điều chỉnh tăng giá dịch vụ xếp dỡ khoảng 10% theo Quyết định số 2506/QĐ-BXD, qua đó ước tính biên LNST của GML mở rộng lên mức 37% (+2 pps YoY).

Bảng 6: Điều chỉnh dự phóng của GMD so với báo cáo định giá lần đầu

	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		Tỷ lệ thay đổi dự phóng mới so với cũ	
Chỉ tiêu	**2026F**	**2027F**	**2026F**	**2027F**	**2026F**	**2027F**
Sản lượng ('000 TEU)						
Nam Đình Vũ	1.495	1.644	1.647	1.778	10%	8%
Bình Dương & PIP	1.466	1.607	1.757	1.838	20%	14%
Gemalink	1.855	2.090	1.989	2.086	7%	0%
Tài chính (Tỷ đồng)						
Doanh thu thuần	5.366	5.892	6.341	6.770	18%	15%
LNST – CĐM	1.619	1.717	2.238	2.238	38%	30%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Định giá theo phương pháp FCFF đối với Công ty mẹ, công ty con và Công ty liên doanh, liên kết, chúng tôi giữ nguyên giả định lãi suất chiết khấu (WACC) là 13%, hệ số Exit EV/EBITDA đối với Công ty mẹ & công ty con (nhóm cảng sông) là 9,0x và cảng nước sâu Gemalink là 10,x.

Định giá đối với SCS - Kết quả lựa chọn đơn vị khai thác nhà ga hàng hóa số 1 tại Sân bay quốc tế Long Thành (LTIA) tác động trái chiều đến triển vọng tăng trưởng dài hạn và giá trị nội tại của SCS. Chúng tôi đã thực hiện báo cáo định giá SCS theo hai kịch bản – xem báo cáo cập nhật định giá SCS.

- **Kịch bản 1** – SCS không được chọn khai thác tại LTIA.
- **Kịch bản 2** – SCS được lựa chọn khai thác tại LTIA.

Chúng tôi đánh giá cao năng lực khai thác của SCS và cho rằng Công ty đang dẫn đầu trong cuộc đua này. Tuy nhiên, quá trình đấu thầu sẽ luôn tiềm ẩn yếu tố bất ngờ nên khả năng tham gia của SCS là chưa chắc chắn. Do đó, chúng tôi kết hợp cả 2 kịch bản với tỷ trọng 50 : 50 để xác định giá trị VCSH của SCS.

Bảng 7: Tóm tắt giá trị VCSH của SCS (Tỷ đồng)

Kịch bản định giá	Giá trị VCSH	Tỷ trọng	Giá trị VCSH bình quân
Kịch bản 1 – Không tham gia vào LTIA	5.087	50%	2.543
Kịch bản 2 – Tham gia vào LTIA	11.218	50%	5.609
Tổng			**8.153**

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 8: Tổng hợp định giá của GMD

			Định giá mới		Định giá cũ		
Tài sản	**Phương pháp định giá**	**Tỷ lệ sở hữu của GMD**	**Giá trị VCSH**	**Giá trị đóng góp**	**Giá trị VCSH**	**Giá trị đóng góp**	**Thay đổi định giá mới và cũ**
Công ty mẹ và công ty con				**21.649**		**16.226**	33%
Cảng và Logistics *(Bảng 1)*	FCFF	100%	20.997	20.997	15.128	15.128	39%
Cao su	Giá trị sổ sách	100%	652	652	1.098	1.098	-41%
Công ty liên doanh, liên kết				**16.831**		**13.548**	24%
SCSC	FCFF	36,24%	8.153	2.954	8.139	2.950	0%
CJ GMD Logisitcs	Giá trị sổ sách	49,10%	944	464	858	421	10%
CJ GMD Shipping	Giá trị sổ sách	51,00%	335	171	332	169	1%
Gemalink *(Bảng 2)*	FCFF	65,13%	19.818	12.907	14.852	9.673	33%
Khác	Giá trị sổ sách		335	335	335	335	
Tài sản khác				**39**		**39**	
Các khoản đầu tư khác	Giá trị sổ sách	100%	39	39	39	39	
Tổng giá trị				**38.519**		**29.812**	**29%**
Số lượng CPLH (triệu CP)				**426**		**420**	
Giá mục tiêu				**90.300**		**71.000**	**27%**

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Định giá hoạt động Cảng và Logistics – Công ty mẹ và các công ty con

Giả định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2026	12,9%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	20,0%	Dòng tiền tự do ở hiện tại	19.471
Chi phí vốn chủ sở hữu	15%	+ Tiền mặt và Đầu tư tài chính ngắn hạn	3.741
Lãi suất phi rủi ro	4%	- Nợ vay	2.215
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	11%	**Giá trị vốn chủ sở hữu**	**20.997**
Beta	1,0		
Exit EV/EBITDA	9,0x		

Bảng 9: Độ nhạy cho Giá trị hợp lý vốn cổ phần (Tỷ đồng)

		Exit EV/EBITDA				
		7	8	9	10	11
WACC	10,9%	19.060	20.775	22.489	24.204	25.919
	11,9%	18.437	20.081	21.725	23.369	25.012
	12,9%	17.844	19.421	**20.997**	22.573	24.150
	13,9%	17.279	18.791	20.303	21.816	23.328
	14,9%	16.740	18.191	19.643	21.094	22.545

Định giá của Gemalink – Công ty liên doanh, liên kết

Giả định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2026	12,9%	Thời gian dự phóng DCF	10 năm
Thuế suất hiệu quả	20,0%	Dòng tiền tự do ở hiện tại	**23.556**
Chi phí vốn chủ sở hữu	15%	+ Tiền mặt và Đầu tư tài chính ngắn hạn	2.023
Lãi suất phi rủi ro	4%	- Nợ vay	5.761
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	11%	**Giá trị vốn chủ sở hữu**	**19.818**
Beta	1,0		
Exit EV/EBITDA	10,0x		

Bảng 10: Độ nhạy cho Giá trị hợp lý vốn cổ phần (Tỷ đồng)

		Exit EV/EBITDA				
		8	9	10	11	12
WACC	10,9%	20.287	22.173	24.059	25.944	27.830
	11,9%	18.387	20.115	21.843	23.572	25.300
	12,9%	16.647	18.233	**19.818**	21.403	22.989
	13,9%	15.054	16.509	17.965	19.420	20.875
	14,9%	13.593	14.930	16.267	17.604	18.940

Tỷ đồng

KQ HĐKD	2024A	2025A	2026F	2027F
Doanh thu thuần	**4.832**	**5.956**	**6.341**	**6.770**
Giá vốn	2.697	3.217	3.570	3.816
Lãi gộp	**2.135**	**2.739**	**2.771**	**2.955**
Chi phí bán hàng & QLDN	822	1.093	1.098	1.200
Thu nhập từ HĐTC	426	228	127	114
Chi phí tài chính	139	113	185	148
Lợi nhuận khác	320	394	0	0
Lợi nhuận trước thuế	**2.099**	**2.521**	**3.014**	**3.074**
Thuế TNDN	175	218	223	230
Lợi ích cổ đông thiểu số	468	547	553	606
Lợi nhuận sau thuế	**1.455**	**1.756**	**2.238**	**2.238**
EBIT	1.303	1.641	1.667	1.748
EBITDA	1.715	2.071	2.194	2.293

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2024A	2025A	2026F	2027F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	25,6	23,3	6,5	6,8
LNTT và lãi vay	18,8	26,0	1,6	4,9
Lợi nhuận sau thuế	-35,3	20,6	27,5	0,0
Tổng tài sản	32,9	10,2	6,4	7,9
Vốn chủ sở hữu	44,3	6,1	9,2	8,4
Khả năng sinh lợi (%)				
LN gộp/Doanh thu	44,2	46,0	43,7	43,6
LNTT và lãi vay/DoanhThu	27,0	27,5	26,3	25,8
LNST/Doanh thu	30,1	29,5	35,3	33,1
ROA	8,1	8,9	10,6	9,8
ROE	11,8	13,4	15,6	14,4
Hiệu quả hoạt động (ngày)				
Số ngày phải thu	93,3	85,7	91,9	91,9
Số ngày tồn kho	11,3	10,5	10,0	10,0
Số ngày phải trả	65,9	77,9	57,0	57,0
Khả năng thanh toán (lần)				
Hiện hành	3,8	2,9	3,1	3,3
Nhanh	3,6	2,7	2,9	3,1
Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng Nợ / VCSH	17,5	18,2	12,5	9,7
Vay ngắn hạn/VCSH	0,5	0,6	0,0	0,0
Tổng vay/VCSH	23,5	24,8	20,9	18,8

Tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2024A	2025A	2026F	2027F
Tiền	3.964	1.622	2.679	3.365
Đầu tư ngắn hạn	1.021	2.739	2.000	2.000
Khoản phải thu	1.236	1.399	1.597	1.705
Hàng tồn kho	83	92	98	105
Tài sản ngắn hạn khác	369	354	377	403
Tài sản cố định hữu hình	5.504	6.609	6.395	6.165
Tài sản cố định vô hình	247	245	231	216
Đầu tư dài hạn	3.854	4.867	5.860	6.986
Tài sản dài hạn khác	1.719	1.899	1.860	1.821
Tổng tài sản	**17.998**	**19.826**	**21.097**	**22.765**
Khoản phải trả	487	686	558	596
Vay và nợ ngắn hạn	63	80	0	0
Vay và nợ dài hạn	2.105	2.309	1.793	1.504
Vay và nợ khác	380	484	484	484
Quỹ khen thưởng phúc lợi	0	0	0	0
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
Tổng nợ	**4.226**	**4.908**	**4.420**	**4.276**
Vốn đầu tư của CSH	4.140	4.265	4.265	4.265
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	3.617	4.213	5.418	6.624
Thu nhập khác	4.625	4.662	4.662	4.662
Quỹ đầu tư và phát triển	0	0	2.235	2.891
Tổng vốn	**17.998**	**19.826**	**21.097**	**22.765**
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.390	1.778	2.331	2.938

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	2024A	2025A	2026F	2027F
EPS (đồng)	3.516	4.116	5.247	5.247
P/E (x)	19,8	17,8	17,2	17,2
BV (đồng)	29.909	30.809	33.636	36.463
P/B (x)	2,2	2,4	2,7	2,5
DPS (đồng/cp)	2.200	2.000	2.000	2.000
Tỷ suất cổ tức (%)	2,9	3,6	2,7	2,7

LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	GIÁ	KHUYẾN NGHỊ	THỜI HẠN
08/2025	71.000	MUA	1 năm
04/2026	90.300	MUA	1 năm

BÁO CÁO CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	NẮM GIỮ	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam
Giám đốc Phân tích
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thạch Lam
Trưởng phòng cao cấp
lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

Trần Thị Ngọc Hà
Trưởng phòng Vận hành
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản cáo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2026.**