

Ngành Cảng biển

Báo cáo cập nhật

Tháng 3, 2026

Mã giao dịch: GMD

Reuters: GMD.HM

Bloomberg: GMD VN

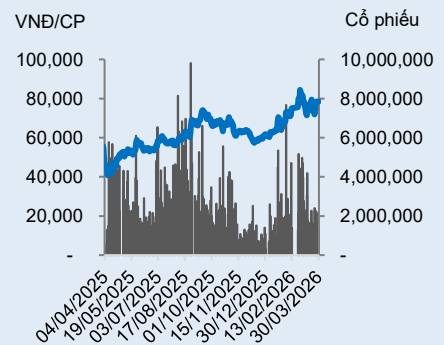
Nam Đình Vũ & Gemalink dẫn dắt đà tăng trưởng 2026

Khuyến nghị	NEUTRAL
Giá kỳ vọng (VNĐ/CP)	86.300
Giá thị trường (30/3/2026)	78.500
Lợi nhuận kỳ vọng	+9,9%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	40.841-84.400
Vốn hóa	33.480 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	426.495.109
KLGD bình quân 10 ngày	1.714.272
% sở hữu nước ngoài	41,56%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,55%
Beta	0,53

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
GMD	29,5%	-3,7%	31,9%	19,1%
VN-Index	-7,0%	-8,3%	-3,9%	1,0%

Cập nhật KQKD. GMD ghi nhận KQKD 2025 với doanh thu đạt 5.946 tỷ đồng (+23,0% YoY) và LNST-CĐST đạt 1.677 tỷ đồng (+15,2% YoY). Khi loại trừ thu nhập bất thường từ việc thoái vốn tại cảng Nam Hải vào quý 1/2024, GMD ghi nhận LNST cốt lõi 2025 tích cực với mức tăng trưởng là +37,2% YoY. Trong đó, KQKD quý 4/2025 doanh thu đạt 1.614 tỷ đồng (+14,4% YoY và +3,5% QoQ), LNST-CĐTS đạt 513 tỷ đồng (+118,8% YoY và +62,9% QoQ).

Một số điểm nhấn chính gồm: (1) Cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 đã đưa vào khai thác trong quý 4/2025; (2) Lợi nhuận từ công ty liên kết đạt 389 tỷ đồng (+19,3% YoY và +31% QoQ) với đóng góp tích cực từ Gemalink; và (3) Ghi nhận khoản chi phí khác là 186 tỷ đồng liên quan đến việc dự phòng và ghi nhận chi phí trước thoái vốn của mảng cao su, khiến cho lợi nhuận khác ghi nhận mức âm 168 tỷ đồng (-44,9% YoY và +56,4% QoQ).

BVSC ước tính doanh thu và LNST-CĐTS của GMD năm 2026 lần lượt là 6.689 tỷ đồng (+12,5% YoY) và 2.018 tỷ đồng (+20,4% YoY). Cụ thể:

- Sản lượng thông qua cảng Nam Đình Vũ năm 2026 đạt 1,74 triệu (+16% YoY), với giai đoạn 3 được khai thác toàn bộ công suất trong năm 2026.
- Gemalink tăng cường đa dạng các tuyến dịch vụ giúp duy trì sản lượng qua cảng ổn định, đạt 2,02 triệu TEUs trong năm 2026 nhờ vào: (1) Nếu mức thuế 15% của Mỹ được áp dụng đồng loạt với tất cả quốc gia trong 150 ngày tới, xuất khẩu sang Mỹ của Việt Nam sẽ không chịu bất lợi so với các quốc gia khác; (2) Tăng giá trung bình khai thác cảng lên 10% áp dụng từ tháng 02/2026; và (3) Các dự án trọng điểm như Gemalink 2 vẫn đang được thực hiện đúng kế hoạch sẽ là động lực tăng trưởng trong trung và dài hạn.

Chiến sự Mỹ - Iran kéo dài sẽ tác động đến GMD, tuy nhiên trong ngắn hạn GMD có thể hưởng lợi từ sản lượng qua cảng tăng đột biến do hiện tượng tắc nghẽn cảng. Theo chia sẻ của Ban lãnh đạo GMD, hiện tại công ty không có tuyến dịch vụ đi trực tiếp qua khu vực Trung Đông. Tuy nhiên, rủi ro lạm phát và suy giảm sức mua toàn cầu do xung đột có thể gây áp lực lên triển vọng xuất nhập khẩu và FDI, ảnh hưởng đến triển vọng dài hạn của GMD.

Việc thoái vốn mảng cao su có nhiều tiến triển. GMD đã đề cập đến việc này từ ĐHCĐ năm 2017, Ban lãnh đạo gần đây chia sẻ việc thoái vốn này hiện tại đang ở những vòng cuối cùng. BVSC giả định GMD có thể thoái vốn với P/B mục tiêu tại 1,5x, tương ứng với giá trị mà GMD có thể thu được là 1.438 tỷ đồng. Với giá trị sổ sách của mảng cao su là 959 tỷ đồng tại 2025, GMD có thể ghi nhận lợi nhuận từ thoái vốn ước tính là 479 tỷ đồng.

Định giá và khuyến nghị. Sử dụng phương pháp SoTP, chúng tôi xác định mức giá hợp lý của GMD là **86.300 đồng/cp**, tương ứng với upside +9,9% so với giá đóng cửa ngày 30/3/2026. Khuyến nghị **NEUTRAL**.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Việt Dân

(84 28) 3914.6888 ext. 256

dannv@bvsc.com.vn

Tổng quan kết quả kinh doanh năm 2025

(Đvt: tỷ đồng)	2024	2025	% yoy	Diễn giải
Doanh thu thuần	4.832	5.946	23,0%	
Cảng	4.201	5.253	25,0%	Hoạt động khai thác cảng của GMD duy trì sự tăng trưởng tốt trong năm 2025. Sản lượng thông qua cảng Nam Đình Vũ đạt 1,496 triệu TEUs, tăng 11% YoY.
Logistics, khác	632	693	9,7%	
Lợi nhuận gộp	2.135	2.715	27,2%	
Chi phí SG&A	822	1.088	32,3%	
Thu nhập tài chính	426	227	-46,7%	Trong quý 1/2024, xuất hiện khoản thu nhập bất thường từ việc thoái vốn tại cảng Nam Hải.
Chi phí tài chính	(150)	(112)	-25,8%	
Lãi/lỗ khác	(320)	(393)	22,9%	Ghi nhận khoản chi phí khác là 123 tỷ đồng, đến từ việc dự phòng và ghi nhận chi phí trước thoái vốn của mạng cao su.
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	829	1.156	39,4%	Ước tính LNST của Gemalink 2025 đạt 1.269 tỷ đồng (+54% YoY), với LNST quý 4 đạt 461 tỷ đồng (+31,1% YoY và +44,2% QoQ), mức cao nhất trong lịch sử hoạt động của Gemalink. Hiệu suất sử dụng cảng Gemalink trong 2025 đạt 129%.
LNTT	2.099	2.506	19,4%	
LNST-CĐTS	1.455	1.677	15,2%	
Biên gộp chung	44,2%	45,7%		
Cảng	46,8%	45,5%		
Logistics, khác	31,1%	47,2%		

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2026 và 2027

(Đvt: tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	Diễn giải
Doanh thu thuần	5.946	6.689	7.034	
% YoY	23,0%	12,5%	5,2%	
Cảng	5.253	5.905	6.149	Cảng Nam Đình Vũ là động lực tăng trưởng cho mảng khai thác cảng của GMD nhờ vào (1) Giai đoạn 3 đã đưa vào khai thác trong quý 4/2025; và (2) Duy trì lợi thế cạnh tranh riêng về vị trí địa lý và ASP để thu hút khách hàng.
%YoY	25,0%	12,4%	4,1%	
Logistics, khác	693	784	885	
%YoY	9,7%	13,1%	12,9%	
Lợi nhuận gộp	2.715	2.919	3.031	
%YoY	27,2%	7,5%	3,9%	
Chi phí SG&A	1.088	1.203	1.274	
Thu nhập tài chính	227	154	172	
Chi phí tài chính	(112)	(116)	(116)	
Lãi/lỗ khác	(393)	(100)	-	GMD thường xuyên ghi nhận các chi phí khác liên quan đến chi phí dự phòng trong năm 2024 và 2025, do đó chúng tôi thận trọng ước tính chi phí khác trong năm 2026 là 100 tỷ đồng.

Lãi/lỗ từ công ty LDLK	1.156	1.310	1.292	- Gemalink: BVSC ước tính LNST đạt 1.525 tỷ đồng trong năm 2026. Đóng góp 993 tỷ đồng vào GMD. - SCS: BVSC ước tính LNST ước tính đạt 721 tỷ đồng trong năm 2026, đóng góp 263 tỷ đồng vào GMD.
LNTT	2.506	2.964	3.106	
LNST-CĐTTS	1.677	2.018	2.104	
%YoY	15,2%	20,4%	4,3%	
Biên gộp chung	45,7%	43,6%	43,1%	- Đối với hoạt động khai thác cảng, chi phí nhiên liệu chỉ chiếm một tỷ trọng khá thấp, khoảng 5% đến 6% tổng chi phí. Trong khi đó, tỷ lệ chi phí nhiên liệu trong mảng shipping là trên 30%. Chúng tôi đã thận trọng điều chỉnh chi phí nguyên vật liệu của GMD tăng 33% YoY trong năm 2026 để phản ánh giá nhiên liệu có thể tăng do chiến sự Mỹ - Iran. - Thêm vào đó, năm 2026 sẽ đưa vào khai thác toàn bộ công suất GD3 cảng Nam Đình Vũ, do đó, chi phí khấu hao tăng dẫn tới biên LNG giảm.

Chi tiết giả định sản lượng thông quan các cảng giai đoạn 2026-2027

Đầu năm 2026, các thông tin mới về thuế quan cho thấy các bất ổn về điều hành thuế quan và chính sách thương mại của Mỹ vẫn đang tiếp diễn. Cụ thể, bất chấp phán quyết hạn chế của Tòa án tối cao, Tổng thống Trump đã áp thuế quan toàn cầu từ 10% lên 15% vào ngày 21/02/2026.

Nếu mức thuế 15% được áp dụng đồng loạt với tất cả quốc gia, xuất khẩu sang Mỹ của Việt Nam sẽ không chịu bất lợi so với các quốc gia khác. BVSC cho rằng áp lực cho Ngành Cảng - Vận tải biển sẽ được giảm bớt phần nào. Với việc áp dụng 40% đối với hàng hóa bị xác định là chuyển tải từ nước thứ ba cũng là yếu tố quan trọng cần theo dõi. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy các cảng của GMD vẫn duy trì các lợi thế cạnh tranh, chi tiết như sau:

Nam Đình Vũ giai đoạn 3 khai thác từ quý 4/2025

BVSC kỳ vọng sản lượng thông qua cảng Nam Đình Vũ năm 2026 và 2027 đạt lần lượt là 1,74 triệu TEUs (+16% YoY) và 1,84 triệu (+6% YoY). Mặc dù sự cạnh tranh sẽ càng gay gắt và năm 2025 cũng có mức nền cao, BVSC cho rằng NĐV có thể đạt được ước tính như trên nhờ vào:

- **Mở rộng công suất khai thác:** Với việc đi vào hoạt động trong tháng 10/2025, NĐV giai đoạn 3 được kỳ vọng sẽ đóng góp khoảng 300.000 TEUs sản lượng trong năm 2026. Như vậy, tổng công suất của cảng Nam Đình Vũ hiện đã đạt 2 triệu TEUs cùng tệp khách hàng ổn định.
- **Duy trì lợi thế về vị trí địa lý và ASP để thu hút khách hàng:** tệp khách hàng của bến cảng nước sâu Lạch Huyện và cảng sông NĐV là khác nhau. Cụ thể, NĐV sẽ tập trung vào các tàu container size nhỏ hơn và khai thác tuyến nội Á truyền thống (50% hàng xuất đi Trung Quốc), do đó, ASP sẽ thấp hơn cảng nước sâu Lạch Huyện. Thêm vào đó, công trình nạo vét luồng kênh Hà Nam xuống độ sâu -8,5m, trong khi các cảng đối thủ chỉ đạt khoảng -7,9m, mang tới lợi thế cạnh tranh cho cảng NĐV. Thêm vào đó, GMD đang nghiên cứu đề xuất nâng cấp kênh Hà Nam rộng và sâu hơn, mục tiêu đạt -9,5m (tương đương khu vực Lạch Huyện).

Cảng Gemalink tăng cường đa dạng các tuyến dịch vụ giúp duy trì sản lượng qua cảng ổn định. Sản lượng qua cảng năm 2026 và 2027 đạt lần lượt 2,03 triệu TEUs và 2 triệu TEUs nhờ vào:

- Trong 3 tháng đầu năm 2026, sản lượng qua cảng GML ghi nhận mức 525 nghìn TEUs (+19,3% YoY). Trong tháng 4/2026, Gemalink sẽ hoàn thành hệ thống phao nổi dài cầu tàu, cho phép cảng tiếp nhận đồng thời hai tàu dài 400m và tăng hiệu suất sử dụng cảng.
- **Triển vọng thuế quan tích cực cùng nỗ lực đa dạng hóa các khách hàng:** Sau thông tin về thuế quan trong năm 2025, Gemalink đã nỗ lực đa dạng tệp khách hàng. Dự kiến tỷ trọng hàng đi Mỹ trong tổng sản lượng của Gemalink sẽ dưới 25% từ năm 2026 trở đi, giảm so với mức 30% tại tháng 4/2025.
- **Giá cước xếp dỡ được Chính phủ nâng lên ở mức trung bình 10% và áp dụng từ tháng 02/2026:** Với vị thế dẫn đầu tại khu vực Cái Mép – Thị Vải, chúng tôi cho rằng GMD có thể tăng giá khai thác trung bình của Gemalink thêm 12% trong năm nay.
- **Các dự án mở rộng vẫn đúng tiến độ:** BVSC cho rằng Gemalink GD 2A (dự kiến vận hành vào năm 2027 giúp Gemalink nâng công suất lên 2 triệu TEUs), và 2B (dự kiến đưa vào hoạt động năm 2029, nâng công suất cảng lên 3 triệu TEUs) sẽ đạt được hiệu suất sử dụng cảng duy trì mức 80% các năm tiếp theo, nhờ vào:
 - ✓ Vị thế dẫn đầu về thị phần tại khu vực Cái Mép – Thị Vải với thị phần hơn 34% và hiệu suất sử dụng cảng ở mức cao so với các cảng nước sâu còn lại trong khu vực, mặc dù chỉ mới đưa vào hoạt động năm 2021. Điều này cho thấy năng lực của Gemalink trong việc vận hành cảng và ưu thế về mặt vị trí địa lý.
 - ✓ Việc liên doanh với hãng tàu CMA - CGM (50% thị phần) cũng sẽ giúp Gemalink ổn định nguồn cầu cho GD 2A và 2B. Về thông tin CMA – CGM ký kết với Cảng Lạch Huyện số 7 và 8, với công suất 1,9 triệu TEU và dự kiến đi vào hoạt động năm 2028. Ban lãnh đạo cho rằng CMA-CGM và GMD vẫn là đối tác chiến lược hàng đầu của Gemalink. Việc họ ký hợp đồng với Lạch Huyện không ảnh hưởng đến Gemalink do đó là phân khúc tàu và tuyến khác.

Cảng Phước Long và Bình Dương (PIP/BDP)

Là cảng cạnh phục vụ các services (thông quan) và logistic (xe tải, sà lan) đến các trạm chứa container hàng hóa cho Gemalink, BVSC kỳ vọng trong tương lai sản lượng thông quan qua cảng PIP/BDP sẽ tỷ lệ thuận với tốc độ tăng trưởng của cảng Gemalink và duy trì sản lượng thông quan đạt từ 1,6–1,7 triệu TEUs mỗi năm.

Cảng/Cụm cảng	2025	2026F	2027F	2028F
Cụm cảng Hải Phòng				
Doanh thu (tỷ đồng)	2.509	3.064	3.337	3.624
Sản lượng thông quan ('000 TEUs)	1.696	1.973	2.086	2.199
Tăng trưởng sản lượng (YoY)	2,5%	16,3%	5,7%	5,4%
Cảng Dung Quất				
Doanh thu (tỷ đồng)	118	118	120	121

Sản lượng thông quan (triệu tấn)	2,3	2,3	2,3	2,3
Tăng trưởng sản lượng (YoY)	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cảng Phước Long và Bình Dương				
Doanh thu (tỷ đồng)	2.626	2.722	2.702	2.772
Sản lượng thông quan ('000 TEUs)	1.652	1.679	1.634	1.643
Tăng trưởng sản lượng (YoY)	26,2%	1,6%	-2,7%	0,6%
Gemalink				
Doanh thu (tỷ đồng)	2.470	2.906	3.074	3.553
Sản lượng thông quan ('000 TEUs)	1.931	2.025	2.000	2.200
Tăng trưởng sản lượng (YoY)	8,5%	4,9%	-1,2%	10,0%

Tiềm năng ghi nhận lợi nhuận từ thoái vốn các mảng kinh doanh không cốt lõi

Thoái vốn mảng cao su có nhiều triển vọng

Với định hướng thoái vốn các mảng hoạt động không cốt lõi, Ban lãnh đạo GMD đã đề cập đến việc thoái vốn mảng cao su từ ĐHCĐ năm 2017. Đây cũng là một chủ đề thường xuyên được đề cập trong các lần họp ĐHCĐ gần đây. Trong buổi họp AM gần nhất, Ban lãnh đạo chia sẻ năm 2025 có 3 nhà đầu tư quan tâm dự án. Tuy nhiên, quá trình thoái vốn đã gặp một số trở ngại do các yếu tố khách quan về tình hình chính trị/thay đổi tại Campuchia vào năm ngoái, khiến các nhà đầu tư tạm dừng kế hoạch dù đánh giá dự án là tốt. Tuy nhiên, theo doanh nghiệp hiện tại dự án đang ở những vòng cuối cùng.

BVSC giả định GMD có thể thoái vốn với P/B mục tiêu tại 1,5x, nhờ vào (1) Tham khảo các doanh nghiệp cao su niêm yết trên sàn hiện đang giao dịch ở mức 1,6-1,7x; và (2) Giá cao su thế giới đang giao dịch ở vùng cao hơn so với giai đoạn 2022-2023. Tương ứng với giá trị mà GMD có thể thu được là 1.438 tỷ đồng. Với giá trị sổ sách của mảng cao su là 959 tỷ đồng (tại cuối 2025), GMD có thể ghi nhận lợi nhuận từ thoái vốn ước tính là 479 tỷ đồng.

Tiền thu được từ thoái vốn cao su có thể dùng cho các mục đích sau:

- Chi trả cổ tức đặc biệt: Một phần của nguồn tiền thu được có thể được cân nhắc để chi trả cổ tức đặc biệt.
- Tập trung vào các dự án lớn trong tương lai: (1) Công ty sẽ dồn nguồn lực để tập trung mở rộng hệ sinh thái và lĩnh vực cốt lõi, gia tăng hệ thống cảng sông và các hệ thống kết nối khác nhằm tối ưu hóa việc giải phóng hàng hóa; (2) Tiếp tục tìm kiếm các lĩnh vực để M&A để phát huy hiệu quả hơn nữa trong hoạt động cốt lõi của công ty; và (3) Đầu tư vào các dự án trọng điểm cấp quốc gia: Đây là một phần quan trọng của chiến lược phát triển trong 5 năm tới, nhằm duy trì vị thế hàng đầu và tốc độ tăng trưởng kép cao.

Thoái vốn Gemalink để tìm đối tác phù hợp để hợp lực phát triển hệ sinh thái

Về việc thoái một phần vốn cảng Gemalink, thông tin này đã được đề cập tại ĐHCĐ năm 2021. Trong buổi họp các chuyên viên phân tích gần đây, Ban lãnh đạo của GMD đã đề cập lại thông tin về việc thoái vốn này. GMD đang tìm kiếm đối tác chiến lược, có khoảng ba hãng tàu quan tâm. Việc thoái vốn nhằm mục đích tìm đối tác phù hợp để hợp lực phát triển hệ sinh thái của cả tập đoàn.

Cụ thể, GMD nắm giữ 75% cổ phần tại Gemalink (trực tiếp và gián tiếp) và CMA-CGM nắm giữ 25% cổ phần. Theo thỏa thuận ban đầu với CMA-CGM, GMD sẽ lựa chọn và chuyển nhượng một phần cổ phần tại Gemalink cho một đối tác thích hợp, cam kết gia tăng nguồn hàng cho Gemalink. Đồng thời, GMD sẽ vẫn nắm giữ tỷ lệ cổ phần chi phối tại Gemalink.

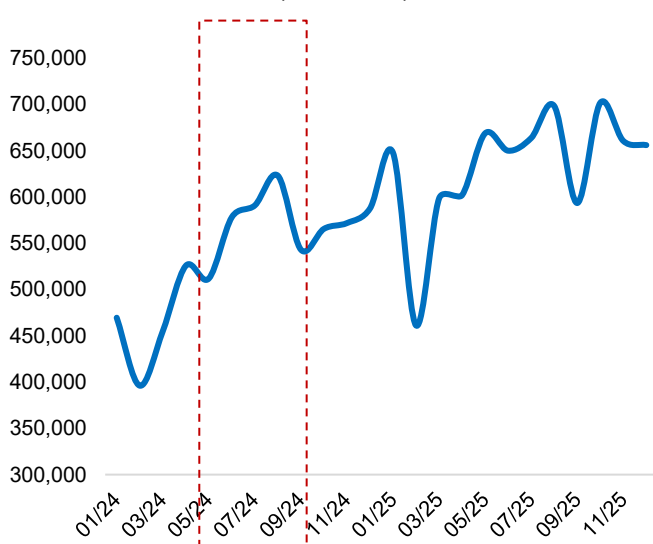
GMD có thể hưởng lợi từ sản lượng qua cảng có thể tăng đột biến do hiện tượng tắc nghẽn cảng do chiến sự Mỹ - Iran

Theo chia sẻ của Ban lãnh đạo GMD, hiện tại công ty không có tuyến dịch vụ đi trực tiếp qua khu vực Trung Đông (chủ yếu đi Mỹ/Âu/Phi), do đó mức độ ảnh hưởng tiêu cực trực tiếp từ xung đột là rất ít.

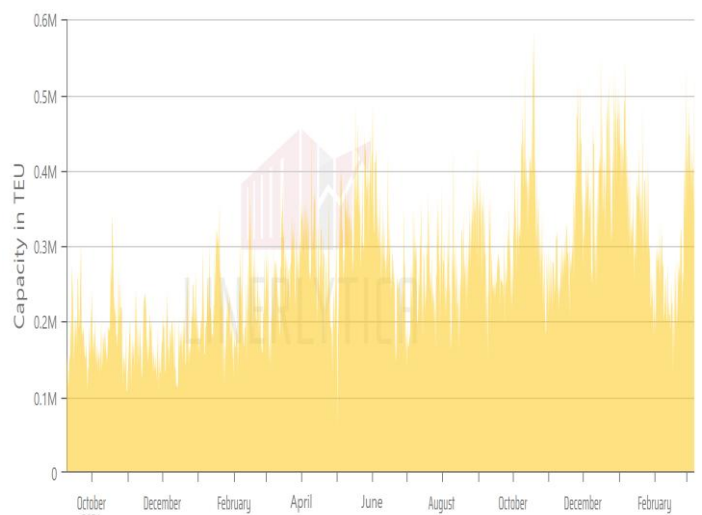
Nếu căng thẳng kéo dài dẫn đến tắc nghẽn cảng diện rộng, GMD có thể ghi nhận khối lượng hàng hóa tăng đột biến (one-off volume) trong ngắn hạn. Tương tự giai đoạn tháng 6–8/2024, khi cảng Singapore quá tải, các hãng tàu có xu hướng tìm kiếm các cảng thay thế lân cận. Các cảng ở khu vực đã trở thành những lựa chọn tối ưu để tiếp nhận các tàu lớn bị chậm lịch hoặc cần dỡ hàng sớm để quay đầu tàu nhanh hơn.

Tuy nhiên, rủi ro lạm phát và suy giảm sức mua toàn cầu do xung đột có thể gây áp lực lên triển vọng xuất nhập khẩu và FDI, trực tiếp ảnh hưởng đến dự phóng dài hạn của GMD.

Sản lượng hàng hóa thông qua khu vực Cái Mép – Thị Vải (Đvt: TEUs)



Chỉ số tắc nghẽn cảng tại khu vực Đông Nam Á



Sơ lược kế hoạch 2026 – tầm nhìn 2030

Tại buổi AM tháng 3/2026, Ban lãnh đạo GMD đã đưa ra các nội dung thảo luận liên quan đến kế hoạch năm 2026 và tầm nhìn đến 2030 sẽ được trình vào ĐHCĐ năm 2025 sắp tới. Các nội dung chính bao gồm:

- Lợi nhuận trước thuế (LNTT) đạt tốc độ tăng trưởng không dưới 20% YoY giai đoạn 2026–2030. Trong đó, kế hoạch sơ bộ LNTT năm 2026 là 2.800 tỷ đồng.
- Cổ gắng chia cổ tức không dưới 20%/năm.
- Gemalink giai đoạn 2 dự kiến đưa vào khai thác cuối năm 2027, giai đoạn 3 dự kiến vận hành từ cuối 2028. Capacity của Gemalink tùy theo phê duyệt cuối cùng của các cơ quan nhà nước, dự kiến không dưới 3,8–4,2 triệu TEUs.
- Đề xuất kế hoạch ESOP 5Y, mỗi năm 1,2-1,5%, với điều kiện tăng trưởng LNTT hàng năm không dưới 20%.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi định giá GMD dựa trên phương pháp SOTP (Sum-of-the-Parts) vì công ty hoạt động theo mô hình tập đoàn đa ngành và có sự đóng góp lớn từ công ty liên doanh, liên kết. BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** cho GMD với giá mục tiêu là **86.300 đồng/cp**. Chi tiết định giá như sau:

Mảng hoạt động (đvt: tỷ đồng)	Phương pháp	Giá trị	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị đóng góp
Cảng và logistics hợp nhất	DCF	20.779	100%	20.779
SCS	DCF	5.217	36%	1.900
Cao su	P/B	1.438	100%	1.438
Gemalink	DCF	18.223	65%	11.869
Công ty liên doanh logistics (*)	P/E	806	49,1%-51,0%	403
Khác (**)	Giá trị sổ sách	413	100%	413
Tổng giá trị vốn CSH				36.802
Số lượng cổ phiếu (cp)				426.495.109
Giá mục tiêu (đồng/cp)				86.300
Upside				+9,9%
P/E 2026F				16,6x
P/B 2026F				2,3x
P/E 2027F				15,9x
P/B 2027F				2,1x

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

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

Định giá mảng Cảng và logistic hợp nhất

Đối với hoạt động khai thác cảng và logistic hợp nhất, chúng tôi ước tính LNST-CĐTS tăng trưởng là CAGR 9,2% giai đoạn 2025-2030F, với cảng Nam Đình Vũ sẽ là động lực tăng trưởng. Với ước tính này, chúng tôi cũng đã tương đối thận trọng phản ánh tình hình cạnh tranh gay gắt tại khu vực Hải Phòng.

Định giá cảng Gemalink

Với phương pháp DCF, chúng tôi xác định giá trị của cảng Gemalink là 18.223 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hợp lý cho cảng Gemalink nhờ vào (1) Vị thế thị phần số 1 tại khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu và ít cạnh tranh hơn so với khu vực Lạch Huyện; và (2) Giá cước xếp dỡ được Chính phủ nâng lên ở mức trung bình 10% và áp dụng từ tháng 02/2026. Thêm vào đó, khi sử dụng mức EV/EBITDA mục tiêu là 10,0x, tương đương với định giá các cảng nước sâu tại khu vực, giá trị doanh nghiệp của cảng Gemalink cũng xấp xỉ mức 18.861 tỷ đồng.

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

Tên công ty	BBG Ticker	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu (triệu USD)	Doanh thu CAGR 3 năm (%)	LNST TTM (triệu USD)	Biên LNG (%)	P/E (x)	EV/EBITDA (x)	P/B (x)	ROE (%)
Trung vị		5.380	1.605	5,1	315	41,2	20,1	13,0	1,9	12,1
Gemadept Corp	GMD VN	1.252	229	15,8	64	45,7	21,1	12,7	2,5	12,1
China Merchants Port	144 HK	8.818	1.605	0,2	997	46,4	9,8	13,3	0,6	6,7
Cosco Shipping Ports Ltd	1199 HK	2.774	1.669	5,1	315	24,9	8,6		0,4	6,4
Hutchison Port Holdings	HPHT SP	1.916	1.489	-0,6	95	68,4	20,1	6,5	0,6	3,0
Shanghai International	600018 CH	17.264	5.411	3,7	1.886	35,5	8,2		0,8	10,6
Westports Holdings	WPRTS MK	5.380	730	15,4	232	54,5	21,2	11,7	5,1	25,0
Intl Container Terminal	ICT PM	23.603	3.235	13,1	1.048		22,8	11,0	11,1	56,0
Sai Gon Port	SGP VN	194	44	-7,5	7	29,4	29,8	30,4	1,9	6,3
Port Of Hai Phong	PHP VN	409	105	5,8	31	41,2	13,1	13,7	1,9	15,3
Adani Ports	ADSEZ IN	33.602	3.605	21,3	1.262		26,6	16,4	4,7	19,2
Qingdao Port	6198 HK	7.905	2.662	4,4	738	35,4	7,3		0,9	12,5

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

(Đvt: tỷ đồng)	3/2026	11/2025	Chênh lệch	Diễn giải
Cảng và logistics hợp nhất	20.779	19.076	1.703	- Tăng sản lượng qua cảng NDV trong năm 2026 nhờ vào giai đoạn 3 đưa vào khai thác toàn bộ công suất trong năm 2026.
SCS	5.217	7.505	-2.288	<p>- Phản ánh giảm giá định về sản lượng hàng quốc tế của SCS tại Tân Sơn Nhất trong 3 năm tới. Trong ước tính cũ, chúng tôi ước tính tăng trưởng sản lượng hàng quốc tế của SCS đạt mức CAGR là 5-7%/năm giai đoạn 2026-2029.</p> <p>- Tuy nhiên, Bộ Xây Dựng quyết định lựa chọn HVN trở thành nhà đầu tư cho 3 dự án ga hàng hóa tại sân bay Long Thành, bao gồm ga số 2, ga hàng hóa chuyển phát nhanh và kho hàng hóa số 5,6,7,8. Thông tin trên là thông tin nằm ngoài kỳ vọng ban đầu, đặc biệt đối với nhà ga số 2. Với thông tin trên, sự xuất hiện của SCS tại Long Thành chủ yếu sẽ dừng lại ở mức độ vận hành cho ACV ở nhà ga hàng hóa số 1. Ngoài ra, sau khi đi vào hoạt động tháng 6/2026, Long Thành sẽ phục vụ 80% chuyến bay quốc tế và 10% chuyến bay nội địa của Tp.HCM, sân bay Tân Sơn Nhất sẽ nắm giữ phần còn lại và tỷ lệ này giữa 2 sân bay sẽ điều chỉnh dần trong các năm sau đó.</p> <p>- Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh tăng trưởng sản lượng mảng quốc tế của SCS CAGR giai đoạn 2026-2029 giảm 10-12%, ảnh hưởng lớn đến định giá của doanh nghiệp này.</p>
Cao su	1.438	1.870	-432	- Cập nhật theo số liệu BCTC quý 4/2025.
Gemalink	18.223	15.362	2.861	- Điều chỉnh tăng hiệu suất sử dụng cảng của Gemalink nhờ vào (1) Tăng trưởng ổn định dựa trên tệp khách hàng chiến lược: CMA CGM và Liên minh Ocean Alliance (COSCO, OOCL, Evergreen); và (2) Tăng giá trung bình khai thác cảng lên 10% trong năm 2026.
Công ty liên doanh logistics	806	831	-26	
Khác	413	284	129	
Tổng giá trị VCSH	46.876	44.929	1.947	

Phụ lục – Triển vọng ngành Cảng năm 2026

Triển vọng thương mại toàn cầu chậm lại trong năm 2026, tuy nhiên thị trường nội Á có thể nổi lên như một khu vực thương mại mới

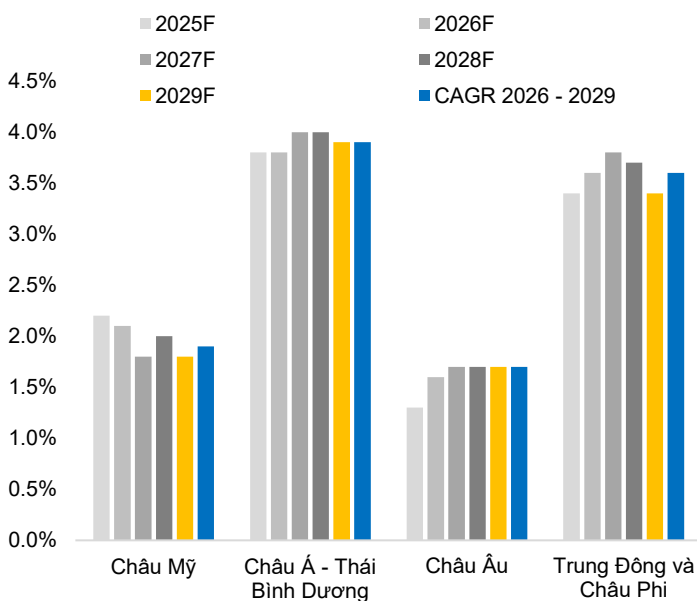
WTO và IMF dự báo tăng trưởng khối lượng thương mại hàng hóa toàn cầu sẽ chậm lại trong năm 2026, chủ yếu do triển vọng năm 2026 kém lạc quan hơn. Cụ thể: (1) Thiếu yếu tố front-loading; (2) Tác động đầy đủ của thuế quan; và (3) Kinh tế toàn cầu hạ nhiệt.

Các khảo sát PMI toàn cầu báo hiệu sản lượng toàn cầu tăng trở lại trong tháng 10, nhưng sự lạc quan về năm tới lại xấu đi, với niềm tin kinh doanh giảm xuống một trong những mức thấp nhất được ghi nhận kể từ đại dịch và kỳ vọng tăng trưởng kinh doanh toàn cầu tụt dốc gần mức thấp nhất trong ba năm.

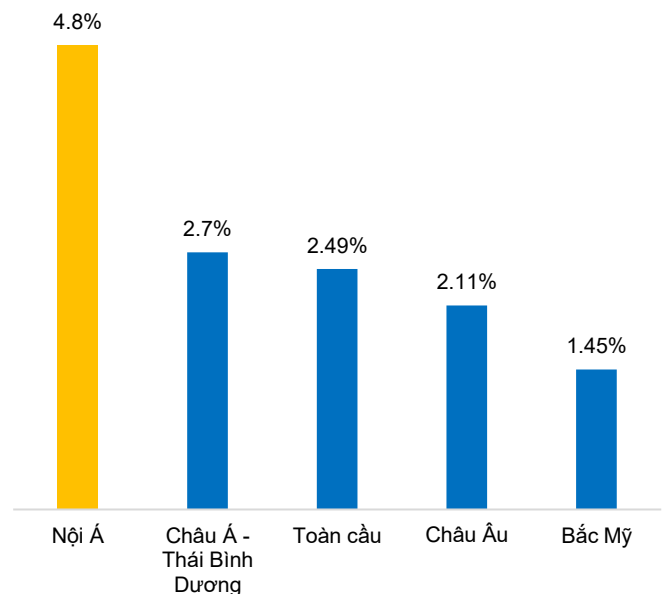
Trong bối cảnh chiến tranh thương mại giữa Trung Quốc và Hoa Kỳ khiến cho nền kinh tế toàn cầu giảm nhiệt, các thị trường mới nổi sẽ trở nên quan trọng hơn trong hoạt động thương mại. Thương mại nội Á dự kiến sẽ phát triển mạnh nhờ tăng trưởng kinh tế và các hiệp định thương mại tự do, củng cố vai trò của Châu Á trong vận tải biển toàn cầu về dài hạn. Dự báo của DHL cho thấy các tuyến nội Á là điểm sáng.

Vi vậy, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp Cảng và vận tải biển có đóng góp doanh thu từ thị trường nội Á vẫn có thể hưởng lợi.

Tốc độ tăng trưởng GDP theo khu vực giai đoạn 2025-2029F



Dự báo tăng trưởng CAGR sản lượng container theo tuyến giai đoạn 2025-2029F



Trung và dài hạn - Xuất khẩu Việt Nam dự báo sẽ duy trì đà tăng trưởng trong năm 2026 và duy trì lợi thế cạnh tranh cho ngành Cảng...

BVSC dự báo tăng trưởng xuất khẩu năm 2026 của Việt Nam sẽ ghi nhận mức trên 10%, Mỹ tiếp tục là thị trường quan trọng đối với Việt Nam.

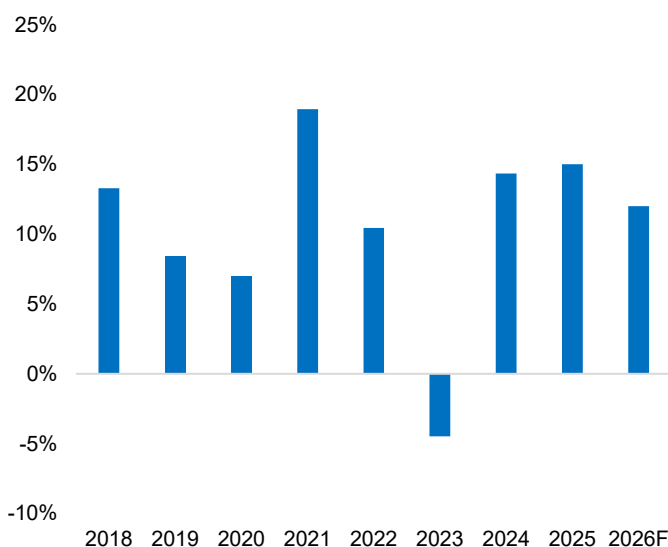
Sản lượng vận chuyển container của Trung Quốc đang có xu hướng dịch chuyển nhanh chóng sang các thị trường ASEAN trong bối cảnh rủi ro thuế quan, minh chứng qua việc trung bình số lượng container của Trung Quốc xuất sang Mỹ trong 10T2025 giảm 2% YoY, trong khi đó số lượng container xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam và Malaysia tăng trưởng lần lượt là 37% và 18% YoY.

Đầu năm 2026, các thông tin mới về thuế quan cho thấy các bất ổn về điều hành thuế quan và chính sách thương mại của Mỹ vẫn đang tiếp diễn. Sau khi bị Tòa án tối cao bác bỏ cơ chế quyền lực khẩn cấp, Tổng thống Trump đã chuyển sang sử dụng Đạo luật Thương mại 1974 để ký sắc lệnh áp thuế quan toàn cầu 10% từ ngày 24/02 (có hiệu lực 150 ngày), ngoại trừ Canada, Mexico và một số mặt hàng miễn trừ. Đến tối 21/02, mức thuế này tiếp tục được thông báo nâng lên 15%, đồng thời duy trì các loại thuế bổ sung theo Điều 232 và 301 nhằm bảo vệ an ninh quốc gia và chống thương mại không công bằng.

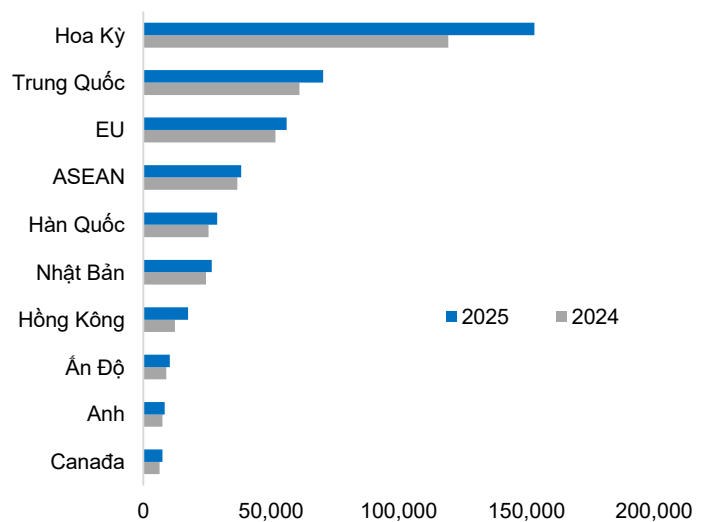
Nếu mức thuế 15% được áp dụng đồng loạt với tất cả quốc gia, xuất khẩu sang Mỹ của Việt Nam sẽ không chịu bất lợi so với các quốc gia khác. BVSC cho rằng áp lực cho Ngành Cảng - Vận tải biển sẽ được giảm bớt phần nào.

Tuy nhiên, việc áp dụng 40% đối với hàng hóa bị xác định là chuyển tải từ nước thứ ba qua Việt Nam cũng là yếu tố quan trọng cần theo dõi. Trong trường hợp xấu nhất, nếu Việt Nam bị áp thuế 40%, triển vọng ngành Cảng biển sẽ trở nên tiêu cực.

Tăng trưởng xuất khẩu hàng năm

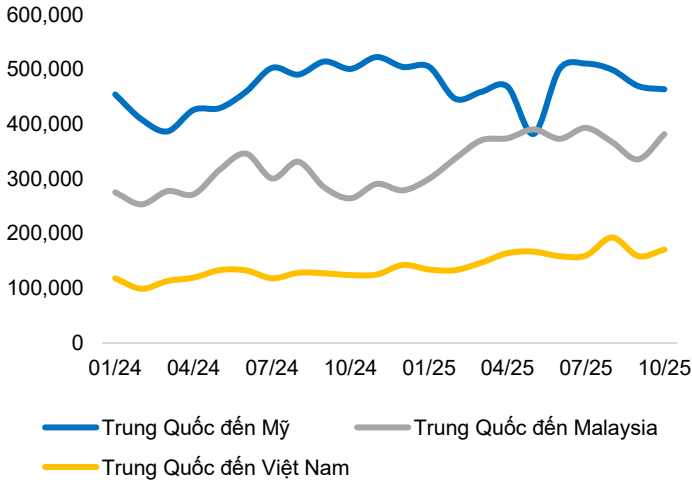


Giá trị xuất khẩu tới một số thị trường chính (Đvt: triệu USD)

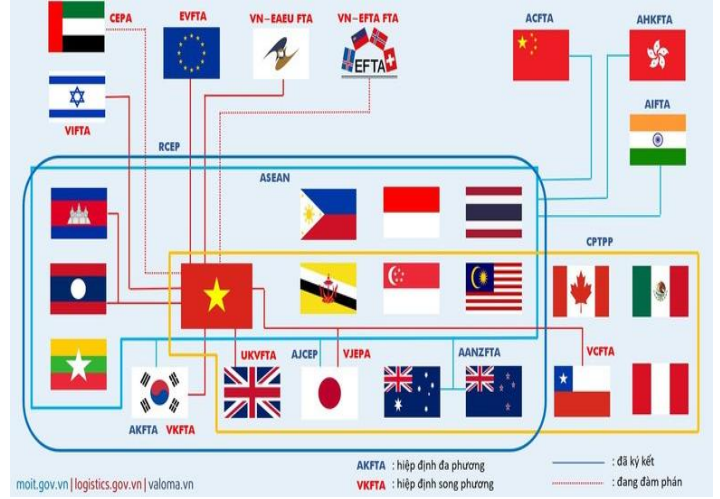


Nguồn: NSO, BVSC tổng hợp

Trung bình số lượng container từ Trung Quốc đến các quốc gia (Đvt: TEUs)



Các hiệp định thương mại tự do Việt Nam tham gia

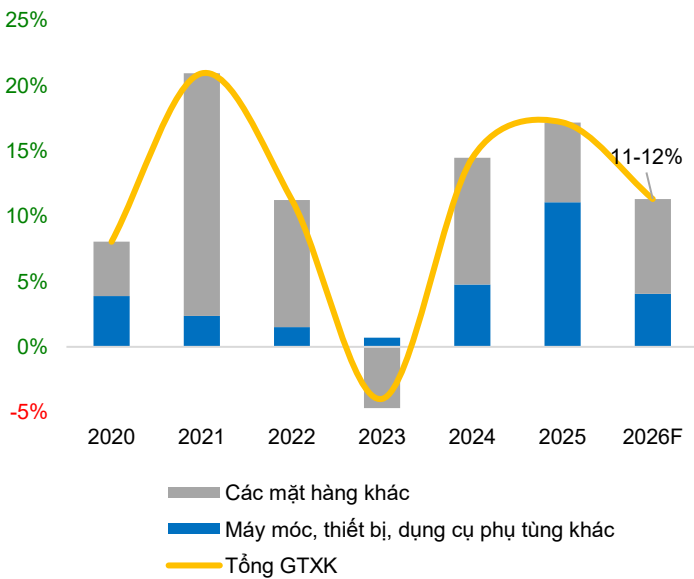


Nguồn: VPA, Bloomberg, BVSC tổng hợp

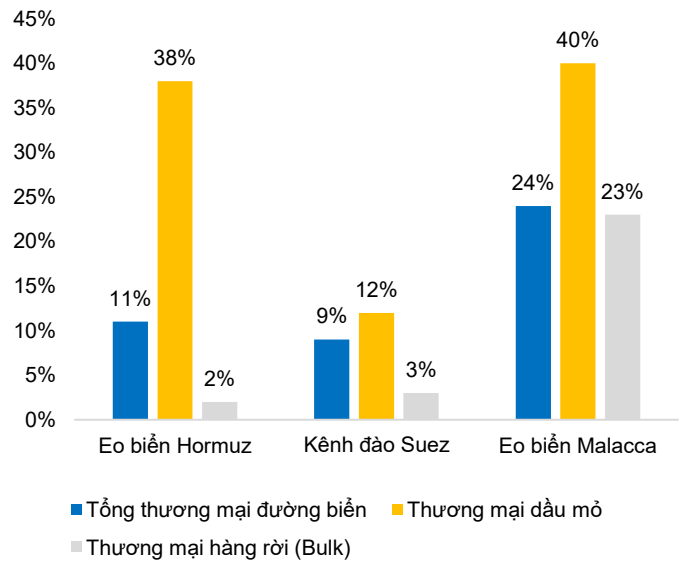
... Tuy nhiên, biến số từ chiến sự Mỹ - Iran làm tăng trường xuất khẩu có thể bị chậm lại

Chiến sự tại Iran kéo dài có thể ảnh hưởng đến các nền kinh tế thế giới, trong đó có các đối tác xuất khẩu lớn của Việt Nam. Giá dầu tăng và việc chuỗi cung ứng dầu bị ảnh hưởng nặng nề nếu chiến tranh kéo dài có thể ảnh hưởng đến giá nhiều loại hàng hóa liên quan, qua đó có thể khiến lạm phát các quốc gia tăng lên đáng kể. Điều này có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam. Nếu chiến sự kéo dài, dự báo tăng trưởng xuất khẩu 2026 sẽ chậm lại so với 2025.

Tăng trưởng của xuất khẩu



Iran ảnh hưởng đến hai trong số các điểm nghẽn vận tải hàng hải chính của thế giới



CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu thuần	3.846	4.832	5.946	6.689
Giá vốn	(2.068)	(2.671)	(3.230)	(3.770)
Lợi nhuận gộp	1.778	2.162	2.715	2.919
Doanh thu tài chính	1.941	418	227	154
Chi phí tài chính	(155)	(150)	(112)	(116)
Lợi nhuận sau thuế - CĐTS	2.251	1.459	1.677	2.018

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2023	2024	2025	2026F
Tiền, khoản tương đương tiền	1.472	3.964	1.618	1.760
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.193	1.235	1.396	1.480
Hàng tồn kho	68	83	86	99
Tài sản cố định hữu hình	5.667	5.503	6.625	7.668
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	3.125	3.841	4.937	6.011
Tổng tài sản	13.546	17.986	19.777	22.433
Nợ vay ngắn hạn	445	422	308	300
Nợ vay dài hạn	1.518	1.745	2.082	2.567
Vốn chủ sở hữu	8.580	12.386	13.085	14.515
Tổng nguồn vốn	13.546	17.986	19.777	22.433

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2023	2024	2025	2026F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-1,3%	25,7%	23,0%	12,5%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	126,4%	-35,2%	15,2%	20,4%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	46,2%	44,7%	45,7%	43,6%
Lợi nhuận thuần biên	65,9%	39,4%	37,4%	40,0%
ROA	19,1%	12,1%	11,8%	12,7%
ROE	29,0%	13,9%	13,2%	14,6%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	14,5%	12,1%	12,1%	12,8%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	20,2%	15,8%	16,1%	16,9%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	2.714	3.547	3.951	4.732
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	28.050	29.919	30.680	34.034

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

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

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

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

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

LIÊN HỆ

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

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng, CFA

Ngân hàng, Bảo hiểm
hoangnd@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú, CFA

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

Bất động sản, Khu công nghiệp
thaotp@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép
minhtnn@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng
anhnhm@bvsc.com.vn

Nguyễn Viết Dân

Cảng biển, Vận tải biển
dannv@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường
hoanh@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương, CFA

Năng lượng, Chứng khoán, Xây dựng
duongtt@bvsc.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng
dunglnt@bvsc.com.vn

Nguyễn Đăng Thành

Dầu khí, Hàng không
thanhd@bvsc.com.vn

Nguyễn Minh Khôi

Vật liệu xây dựng
khoim@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

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

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, P. Sài Gòn, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888