

# CTCP Gemadept (GMD)

**MUA +31,4%**

| Ngành                    | Cảng              |
|--------------------------|-------------------|
| <b>Ngày báo cáo</b>      | <b>25/05/2026</b> |
| Giá hiện tại             | 74.600 VND        |
| <b>Giá mục tiêu</b>      | <b>95.500 VND</b> |
| Giá mục tiêu gần nhất    | 93.900 VND        |
| TL tăng                  | 28,0%             |
| Lợi suất cổ tức          | 3,4%              |
| <b>Tổng mức sinh lời</b> | <b>+31,4%</b>     |

|                      |                    |
|----------------------|--------------------|
| GT vốn hóa           | 31.6 nghìn tỷ đồng |
| Room KN              | 2.4 nghìn tỷ đồng  |
| GTGD/ngày (30n)      | 136.8 tỷ đồng      |
| Cổ phần Nhà nước     | 0,0%               |
| SL cổ phiếu lưu hành | 432,9 tr           |
| Pha loãng            | 432,9 tr           |

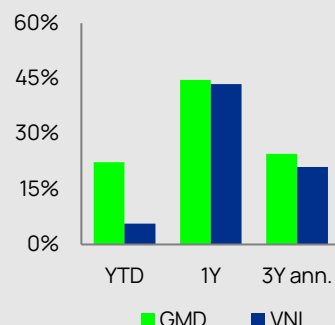
|                      | GMD   | VNI   |
|----------------------|-------|-------|
| P/E cốt lõi (trượt)* | 15,8x | 14,8x |
| P/B (ht)             | 2,3x  | 1,8x  |
| ROE*                 | 16,4% | 12,8% |
| ROA*                 | 10,8% | 2,0%  |

\* Áp dụng lợi nhuận cốt lõi, loại trừ khoản lợi nhuận từ thoái vốn cảng và các khoản thu nhập/chi phí khác.  
\*\* EBITDA bao gồm lãi/lỗ từ các công ty liên kết

## 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

|                                 | 2025  | 2026F | 2027F | 2028F |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu (tỷ đồng)             | 5.946 | 7.340 | 8.149 | 8.622 |
| % YoY                           | 23%   | 23%   | 11%   | 6%    |
| LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng) | 1.676 | 2.645 | 2.997 | 3.504 |
| % YoY                           | 15%   | 58%   | 13%   | 17%   |
| EPS cốt lõi*                    | 24%   | 30%   | 12%   | 16%   |
| Biên LN gộp                     | 45,7% | 46,1% | 46,8% | 47,2% |
| Biên EBITDA                     | 34,4% | 36,7% | 37,9% | 38,8% |
| Biên LN từ HĐKD                 | 27,4% | 29,2% | 31,0% | 32,2% |
| Biên LN ròng                    | 28,2% | 36,0% | 36,8% | 40,6% |
| DTTD/DT                         | 5,0%  | 5,7%  | 29,9% | 32,1% |
| EV/EBITDA**                     | 9,8x  | 7,6x  | 6,8x  | 6,1x  |
| P/E cốt lõi*                    | 17,0x | 13,1x | 11,6x | 10,1x |
| P/B                             | 2,4x  | 2,2x  | 1,9x  | 1,7x  |
| ROE*                            | 15,6% | 19,2% | 19,1% | 19,5% |

## Kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong năm 2026, định giá vẫn hấp dẫn

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với CTCP Gemadept (GMD) và tăng giá mục tiêu thêm 2% lên 95.500 đồng/cổ phiếu.
- Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu chủ yếu do chúng tôi cập nhật mô hình định giá sang giữa năm 2027, một phần bị ảnh hưởng bởi nâng dự báo chi phí đầu tư năm 2026, do chúng tôi tính thêm khoảng 540 tỷ đồng (ước tính của chúng tôi) cho 60% cổ phần của GMD tại một bãi container mới rộng 33 ha gần Nam Đình Vũ (NDV) mà GMD muốn đầu tư vào năm nay, nợ ròng của Gemalink cao hơn phản ánh việc gia tăng vay nợ cho việc xây dựng GML2, và số lượng cổ phiếu cao hơn ở mức 432,9 triệu cổ phiếu so với 426,5 triệu cổ phiếu do phát hành ESOP. Dự báo lợi nhuận nhìn chung không thay đổi đáng kể: Việc nâng dự báo thông lượng cao hơn 3% đối với Phước Long và Bình Dương, và hạ dự báo lợi ích CĐTS thấp hơn (do kết quả quý 1/2026 thấp hơn dự kiến và dự báo cho NDV thấp hơn vì chúng tôi tin rằng NDV chiếm tỷ trọng lớn trong lợi ích CĐTS hợp nhất) bù đắp cho dự báo thông lượng NDV yếu hơn 4% và biên lợi nhuận gộp trung bình thấp hơn một chút trong giai đoạn dự báo 2026-2030 do sản lượng của NDV chưa tăng mạnh như kỳ vọng sau khi công suất mới đi vào vận hành. Đối với GML, chúng tôi tăng sản lượng dự báo năm 2026 thêm 2% trong khi giữ nguyên dự báo cho các năm khác nhìn chung không đổi. Chúng tôi duy trì dự báo giá dịch vụ trung bình cho tất cả các cảng.
- Đối với dự báo năm 2026, chúng tôi tăng 1% LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (do lợi ích CĐTS thấp hơn 10%), trong khi giảm 1% LNST do sản lượng mạnh mẽ hơn tại Bình Dương, Phước Long và Gemalink, cùng với thu nhập tài chính cao hơn từ kết quả quý 1/2026 tích cực, bị bù đắp bởi sản lượng NDV yếu hơn, biên lợi nhuận gộp trung bình thấp hơn và chi phí tài chính cao hơn. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2026 tăng trưởng 34% YoY.
- Yếu tố hỗ trợ:** Thoái vốn các tài sản không cốt lõi, kéo dài chiều dài cầu cảng của GML, lợi nhuận một lần tiềm năng từ thương vụ tái cấu trúc liên doanh GMD-CJ (xem [trang 9](#)).

**Chúng tôi tiếp tục đánh giá tích cực GMD** nhờ (1) hệ thống cảng chất lượng cao, được vận hành hiệu quả và sở hữu vị trí chiến lược, (2) nền tảng thương mại mạnh của Việt Nam, và (3) diễn biến thuận lợi của thị trường cảng biển. Tại miền Bắc, công suất mới tại Lạch Huyện đang làm gia tăng mức độ cạnh tranh trong phân khúc cảng nước sâu, tuy nhiên NDV vẫn duy trì khả năng cạnh tranh tốt; trong khi tại miền Nam, nhu cầu mạnh và nguồn cung hạn chế đang hỗ trợ cho toàn bộ các cảng phía Nam của GMD. Chúng tôi đánh giá cao triển vọng 5 năm tới của GML, do đây là cảng duy nhất có kế hoạch mở rộng rõ ràng tại khu vực Cái Mép – Thị Vải (CM-TV), qua đó giúp cảng có vị thế thuận lợi để nắm bắt đà gia tăng của nhu cầu trong giai đoạn tới. Vui lòng tham khảo thêm thông tin chi tiết tại [Báo cáo Ngành Cảng biển](#) ngày 26/02/2026 của chúng tôi.

**Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi giả định nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu sẽ suy giảm phần nào do xung đột tại Trung Đông, dựa trên dữ liệu chỉ số PMI kém tích cực hơn trong giai đoạn tháng 3-tháng 4 (xem [trang 6](#)).** Giả định này được phản ánh thông qua dự báo thông

lượng hàng hóa thấp hơn tại NDV và việc dự báo cho các cảng phía Nam chỉ tăng ở mức khiêm tốn dù KQKD quý 1 cao hơn đáng kể so với kỳ vọng. Dù vậy, trong giai đoạn từ tháng 9/2024 đến tháng 9/2025, chỉ số PMI cũng từng ở mức yếu, nhưng dòng chảy thương mại và vốn FDI vẫn giữ vững sự ổn định. Nếu xu hướng này lặp lại, dự báo thông lượng hàng hóa hiện tại của chúng tôi dành cho GMD vẫn còn dư địa tăng.

**Định giá vẫn hấp dẫn so với mức trung bình 5 năm của công ty và các doanh nghiệp cùng ngành, trong khi triển vọng lợi nhuận vẫn tích cực.** Tại mức giá hiện tại, GMD hiện đang giao dịch ở mức P/E cốt lõi năm 2026 là 13,1x và EV/EBITDA là 7,6x, thấp hơn lần lượt khoảng 1,1 và 1,6 độ lệch chuẩn so với mức trung bình 5 năm. So với các doanh nghiệp cùng ngành, GMD cũng đang được định giá thấp hơn, với EV/EBITDA trượt 12 tháng và năm 2026 lần lượt là 9,2x và 7,6x, trong khi mức trung vị của các doanh nghiệp cùng ngành ngoài Trung Quốc là 11,5x và 11,1x. Theo quan điểm của chúng tôi, mức chiết khấu này nhìn chung chưa hợp lý nếu xét đến triển vọng thương mại tích cực hơn của Việt Nam, vị thế dẫn đầu của GMD và kế hoạch mở rộng công suất rõ ràng tại GML. Theo kế hoạch hiện tại, GML2 và GML3 có thể giúp GMD tăng gấp đôi công suất lên 3 triệu TEU/năm, và công suất có thể tăng lên tới 4 triệu TEU/năm nếu đề xuất kéo dài cầu cảng được phê duyệt. Trong quá khứ, GMD thường giao dịch với mức định giá cao hơn đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Triển vọng năm 2026: Tăng trưởng lợi nhuận mạnh nhờ đóng góp tích cực từ toàn bộ hệ thống cảng

Hình 1: Dự báo năm 2026 của Vietcap

| Tỷ đồng                                  | 2025   | Dự báo 2026 cũ | Dự báo 2026 mới | Dự báo 2026 mới YoY | Dự báo 2026 mới/cũ | Nhận định của Vietcap                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|------------------------------------------|--------|----------------|-----------------|---------------------|--------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Tổng doanh thu Cảng                      | 5.946  | 7.355          | 7.340           | 23%                 | 0%                 | <p><b>* NDV:</b> Chúng tôi giảm 4% dự báo thông lượng hàng hóa năm 2026 xuống còn 1,72 triệu TEU (+15% YoY), qua đó phản ánh KQKD quý 1 thấp hơn kỳ vọng và rủi ro gián đoạn nhu cầu do lạm phát gia tăng từ xung đột Trung Đông.</p> <p><b>* Phước Long + Bình Dương:</b> Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng thông lượng hàng hóa của hai cảng này lên mức 8% (từ 5%), nhờ KQKD quý 1 tích cực hơn kỳ vọng, dù vẫn còn dư địa tăng thêm nếu nhu cầu không bị ảnh hưởng đáng kể bởi xung đột Trung Đông.</p> <p>* Các nhận định chi tiết hơn về diễn biến thông lượng hàng hóa quý 1 được trình bày ở trang tiếp theo.</p> <p>* Chúng tôi giữ nguyên dự báo giá bán trung bình đối với các cảng (NDV: +5%; Phước Long + Bình Dương: +20% YoY).</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Logistics                                | 693    | 762            | 762             | 10%                 | 0%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Lợi nhuận gộp Cảng                       | 2.715  | 3.463          | 3.384           | 25%                 | -2%                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Logistics                                | 2.388  | 3.099          | 3.026           | 27%                 | -2%                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Chi phí SG&A                             | 327    | 364            | 358             | 9%                  | -2%                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Lợi nhuận từ HĐKD                        | -1.088 | -1.222         | -1.244          | 14%                 | 2%                 | <p>* Dự báo được điều chỉnh tăng nhờ giả định lãi suất tiền gửi cao hơn, trong bối cảnh KQKD quý 1 tích cực.</p> <p>* Dự báo được điều chỉnh tăng do giả định lãi suất cho vay cao hơn sau khi KQKD quý 1 vượt kỳ vọng.</p> <p><b>* Gemalink</b> (chiếm 80% dự báo NIFA năm 2026F): Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng thông lượng hàng hóa lên m 10% (từ 8%) dù sản lượng quý 1 tăng mạnh (+19% YoY), do chúng tôi đã phản ánh rủi ro gián đoạn nhu cầu từ xung đột Trung Đông vào mô hình dự báo của chúng tôi.</p> <p><b>* SCS</b> (chiếm 17%): Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng sẽ giảm 8% YoY, nhằm phản ánh giả định sân bay Long Thành (LTH) sẽ đi vào hoạt động từ giữa năm 2026. Chi tiết được trình bày trong <a href="#">Báo cáo Cập nhật SCS</a> ngày 13/01/2026. Tiềm năng điều chỉnh tăng nhờ giả định mới nhất của chúng tôi rằng thời điểm vận hành thương mại của LTH sẽ được lùi sang nửa đầu năm 2027 (so với giả định giữa năm 2026 trước đây; xem <a href="#">Báo cáo Cập nhật ACV</a> ngày 06/04/2026 của chúng tôi) có khả năng sẽ bị ảnh hưởng bởi rủi ro giảm do tác động từ các gián đoạn xuất phát từ cuộc xung đột tại Trung Đông. Thông tin chi tiết hơn được trình bày trong <a href="#">Báo cáo KQKD quý 1/2026 của SCS</a>.</p> <p>* Trong báo cáo này, chúng tôi cũng cập nhật các ghi chú từ buổi họp công bố KQKD quý 1/2026 giữa SCS và Vietcap gần đây, trong đó ban lãnh đạo đã chia sẻ các kịch bản đánh giá tác động từ cuộc xung đột tại Trung Đông và ảnh hưởng tiềm tàng đến doanh thu và LNST của SCS (<b>trang 7 &amp; 8</b>).</p> |
| Thu nhập tài chính                       | 227    | 213            | 256             | 13%                 | 20%                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Chi phí tài chính                        | -112   | -154           | -184            | 65%                 | 19%                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Thu nhập ròng từ công ty liên kết (CTLK) | 1.156  | 1.385          | 1.433           | 24%                 | 3%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Lãi/lỗ khác                              | -394   | -37            | -37             | -91%                | 0%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| LNST                                     | 2.505  | 3.647          | 3.608           | 44%                 | -1%                | <p>* Dự báo được điều chỉnh giảm do KQKD quý 1 thấp hơn kỳ vọng và dự báo NDV được điều chỉnh giảm. Chúng tôi lưu ý rằng GMD hiện sở hữu khoảng 62% NDV, 100% Phước Long và khoảng 80% Bình Dương; đồng thời, sản lượng quý 1 của NDV tương đương gần 90% tổng sản lượng của Phước Long và Bình Dương cộng lại, do đó đóng góp lợi ích CĐTS từ NDV có tỷ trọng đáng kể. Vì vậy, KQKD quý 1 kém tích cực của NDV đã ảnh hưởng đáng kể đến lợi ích CĐTS hợp nhất.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Lợi ích CĐTS                             | 547    | 704            | 633             | 16%                 | -10%               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| LNST-CĐTS                                | 1.676  | 2.610          | 2.645           | 58%                 | 1%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| LNST-CĐTS cốt lõi*                       | 1.992  | 2.639          | 2.674           | 34%                 | 1%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Biên lợi nhuận gộp Cảng                  | 45,7%  | 47,1%          | 46,1%           |                     |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Logistics                                | 45,5%  | 47,0%          | 46,0%           |                     |                    | <p>* Dự báo được điều chỉnh giảm nhẹ do KQKD quý 1 thấp hơn kỳ vọng, chủ yếu do tốc độ tăng trưởng của NDV chậm hơn dự kiến, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp quý 1. Chúng tôi cho rằng trong quý 1, ICD Phước Long và cảng Bình Dương đã hỗ trợ biên lợi nhuận gộp hợp nhất của mảng cảng nhờ giá bán trung bình cao hơn và sản lượng tăng 12% YoY. Trong khi đó, NDV hoạt động kém tích cực hơn với sản lượng giảm 8% YoY (dù đã bổ sung phần công suất mới), qua đó làm tăng chi phí cố định trên mỗi đơn vị hàng hóa và ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận gộp quý 1.</p> <p>* Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng cảng sẽ cải thiện trong các quý tới, nhờ mức thấp mang tính mùa vụ của Quý 1 và việc tăng công suất khai thác của NDV (do hoạt động thu hút các tuyến dịch vụ mới theo kế hoạch của ban lãnh đạo).</p> <p>* Dự báo được điều chỉnh giảm nhẹ dựa trên KQKD quý 1.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Chi phí SG&A/Doanh thu                   | 47,3%  | 47,8%          | 47,0%           |                     |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Biên lợi nhuận từ HĐKD                   | 18,3%  | 16,6%          | 16,9%           |                     |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Biên LNST-CĐTS                           | 27,4%  | 30,5%          | 29,2%           |                     |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Biên LNST-CĐTS cốt lõi                   | 28,2%  | 35,5%          | 36,0%           |                     |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|                                          | 33,5%  | 35,9%          | 36,4%           |                     |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |

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

Cập nhật dữ liệu thông lượng của GMD

Hình 1: KQKD quý 1/2026 của GMD và ước tính lợi nhuận trên mỗi TEU của GML

| Nghìn TEU               | Q1 2025      | Q4 2025      | Q1 2026      | QoQ         | YoY       |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-----------|
| Nam Đình Vũ             | 355          | 380          | 328          | -14%        | -8%       |
| Gemalink (GML)          | 440          | 527          | 523          | -1%         | 19%       |
| - Lợi nhuận/TEU của GML | VND557k /    | VND874k /    | VND685k /    | -22%        | 23%       |
| (‘000 VND / USD)        | USD21,4      | USD33,6      | USD26,4      |             |           |
| Phước Long + Bình Dương | 340          | 501          | 382          | -24%        | 12%       |
| <b>Tổng thông lượng</b> | <b>1.135</b> | <b>1.408</b> | <b>1.233</b> | <b>-12%</b> | <b>9%</b> |

Nguồn: GMD, Vietcap

Nhận định về diễn biến thông lượng hàng hóa quý 1/2026 và tháng 4 của công ty:

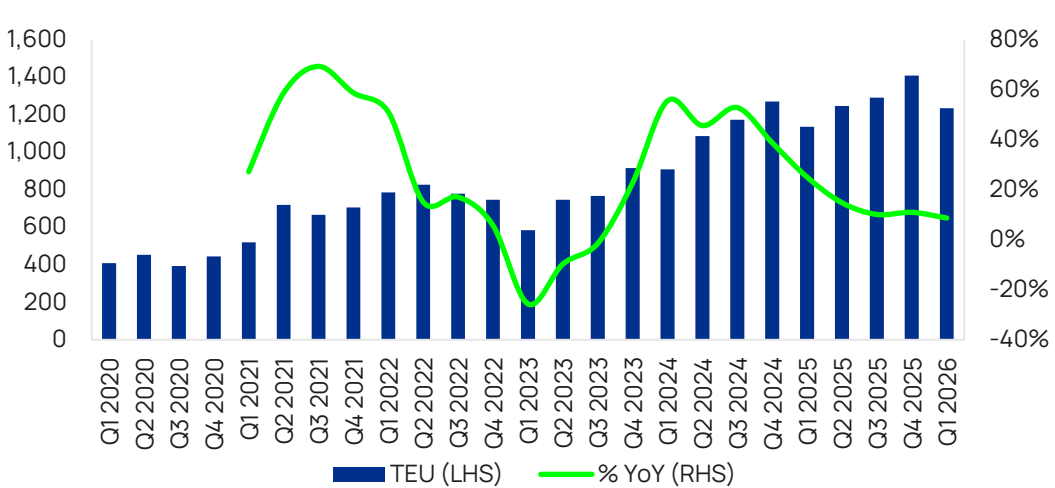
**Các cảng phía Nam ghi nhận KQKD quý 1 tích cực:** thông lượng hàng hóa của GML tăng 19% YoY và chỉ giảm 1% QoQ (được xem là khá tích cực khi xét đến mức nền cao do yếu tố mùa vụ của quý 4 và yếu tố mùa thấp điểm của quý 1), trong khi Phước Long + Bình Dương tăng 12% YoY.

**Thông lượng hàng hóa quý 1 của NDV tương đối yếu,** giảm 8% YoY (mức giảm QoQ mang tính mùa vụ). Ban lãnh đạo cho rằng mức giảm YoY này đến từ (1) mức nền so sánh cao của quý 1/2025 do hoạt động đẩy mạnh xuất hàng trước thời điểm Tổng thống Trump áp thuế đối ứng, và (2) tình trạng ùn tắc cảng nội Á trong tháng 3/2026, khiến thời gian chờ tàu kéo dài và làm giảm tần suất cập cảng tại khu vực Hải Phòng. Các gián đoạn do xung đột Trung Đông gây ra cũng buộc các hãng tàu (tức các đơn vị khai thác tàu) phải tái cấu trúc mạng lưới vận tải, qua đó làm chậm tiến độ mở các tuyến dịch vụ mới vào NDV. Ban lãnh đạo cho rằng sự chậm trễ này chỉ mang tính tạm thời và vẫn duy trì mục tiêu thu hút thêm 5 tuyến dịch vụ mới trong năm nay.

Dù KQKD quý 1 khá kém tích cực, ban lãnh đạo tiếp tục bày tỏ sự tự tin đối với mục tiêu cả năm của NDV ở mức 1,85 triệu TEU, mà theo quan điểm của chúng tôi sẽ phụ thuộc đáng kể vào đóng góp từ các tuyến dịch vụ mới sắp được triển khai. Chúng tôi hiện có dự báo thận trọng hơn do lo ngại rằng nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu của Việt Nam có thể sẽ phải chịu tác động tiêu cực từ áp lực lạm phát do xung đột Trung Đông gây ra.

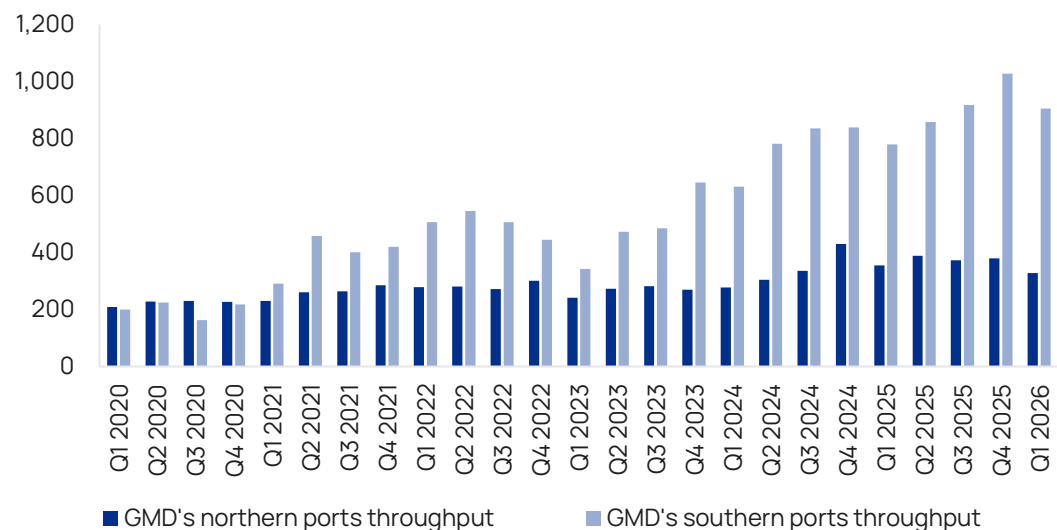
**Dữ liệu tháng 4 cho thấy tín hiệu tích cực hơn:** Theo chia sẻ của ban lãnh đạo tại ĐHCĐ năm 2026, thông lượng hàng hóa của NDV trong tháng 4 tăng 20% MoM so với tháng 3 (tức cao hơn khoảng 25% so với mức trung bình quý 1), trong khi GML ghi nhận sản lượng theo tháng cao nhất tại khu vực CM-TV, vượt TCIT (đơn vị giữ vị trí số 1 trong nhiều năm theo dữ liệu của VPA).

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



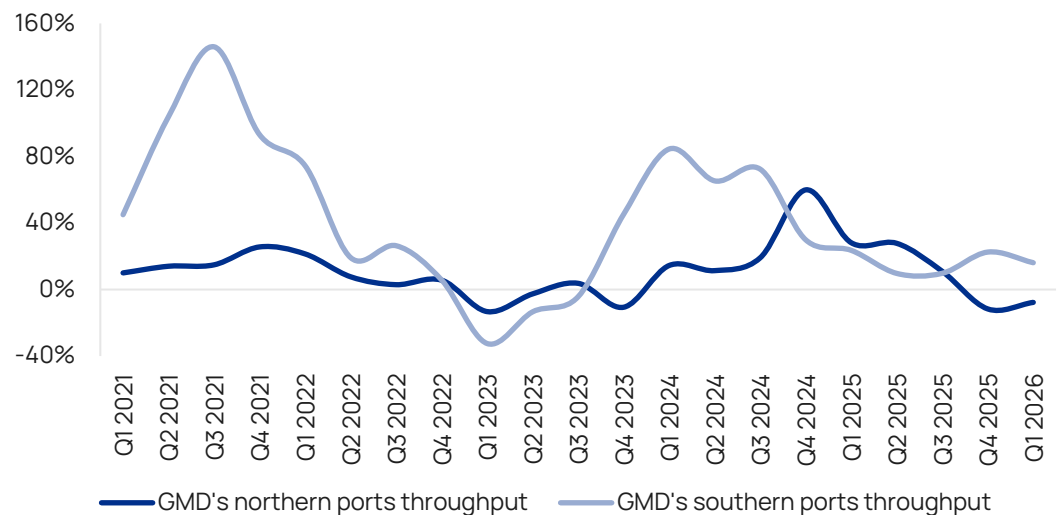
Nguồn: GMD, Vietcap

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



Nguồn: GMD, Vietcap

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



Nguồn: GMD, Vietcap

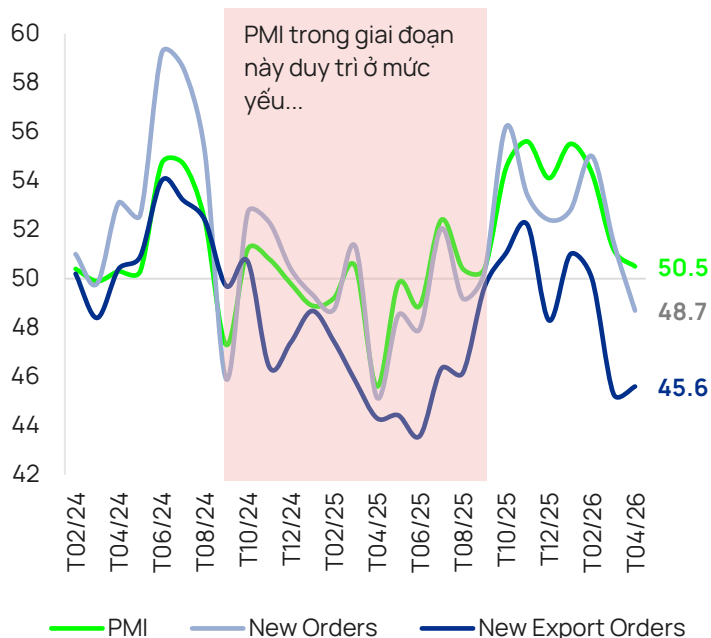
## Nhận định về PMI trong tháng 3 và tháng 4/2026

Chúng tôi nhận thấy chỉ số PMI trong tháng 3 và tháng 4/2026 suy yếu hơn do tác động từ xung đột Trung Đông. Cụ thể, các chỉ số thành phần quan trọng của ngành sản xuất, bao gồm đơn hàng mới và đơn hàng xuất khẩu mới, đã giảm xuống dưới ngưỡng 50 sau nhiều tháng duy trì ở mức tích cực (> 50). Điều này cho thấy nhu cầu thương mại có khả năng sẽ suy yếu trong các tháng tới.

Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng trong giai đoạn từ tháng 9/2024 đến tháng 9/2025, các chỉ số này cũng duy trì ở mức yếu hoặc thường xuyên giảm xuống dưới ngưỡng tích cực. Dù vậy, tăng trưởng thương mại và dòng vốn FDI trong giai đoạn này vẫn duy trì khả quan, như thể hiện trong ba Hình dưới đây (giai đoạn được đánh dấu màu đỏ).

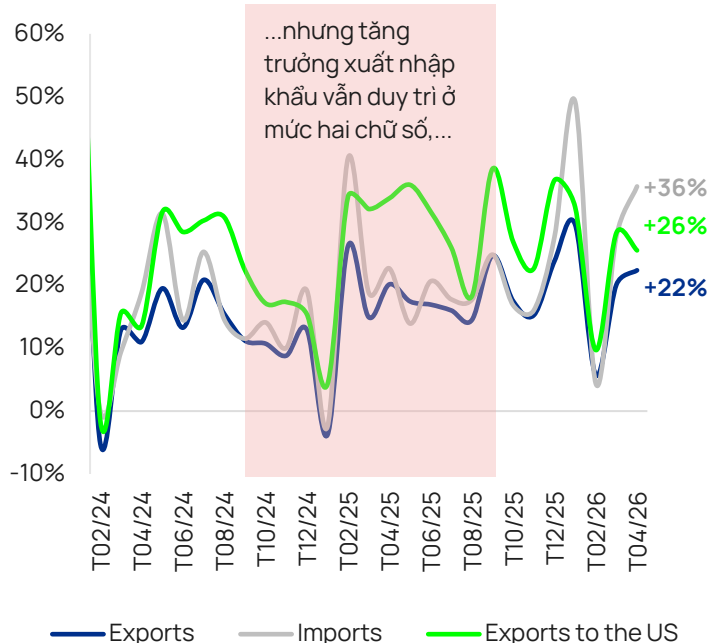
Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi giả định nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu sẽ suy yếu ở một mức độ nhất định, qua đó dẫn đến mức tăng trưởng thông lượng hàng hóa thấp hơn của GMD, như đã trình bày chi tiết hơn trong Error! Reference source not found. ở **trang 3**. Tuy nhiên, nếu xu hướng của giai đoạn 2024-2025 lặp lại (tức PMI tiếp tục ở mức yếu nhưng dữ liệu thương mại thực tế và dòng vốn FDI vẫn duy trì tích cực), thì dự báo tăng trưởng thông lượng hàng hóa hiện tại của chúng tôi dành cho GMD có thể sẽ vẫn còn dư địa tăng.

Hình 6: PMI của Việt Nam và một số chỉ số thành phần



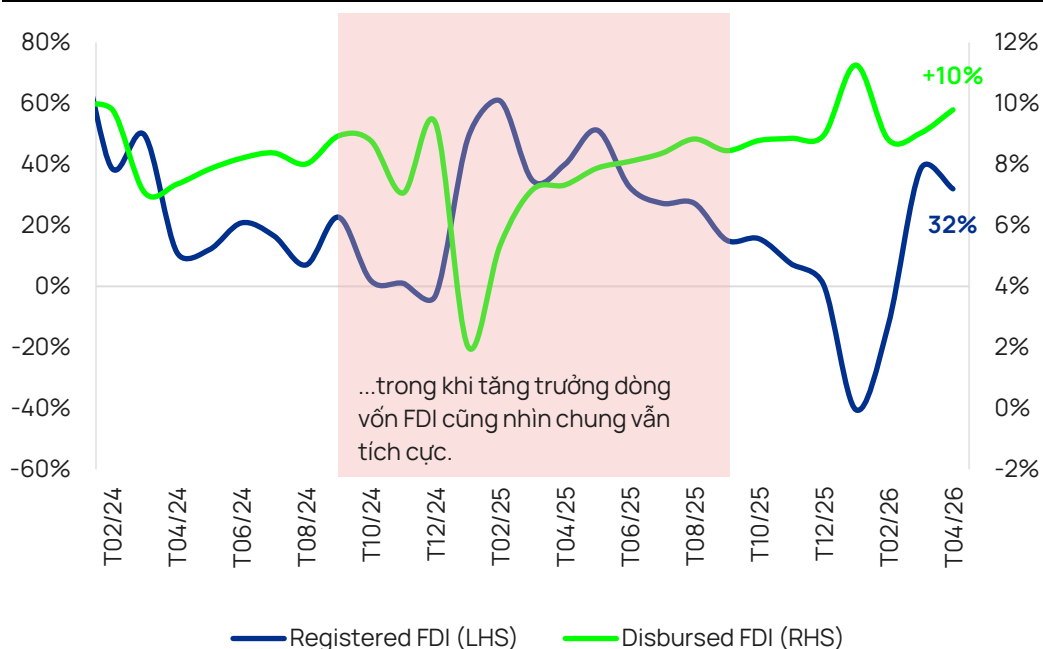
Nguồn: Vietcap tổng hợp

Hình 7: Tăng trưởng xuất khẩu, nhập khẩu YoY của Việt Nam



Nguồn: Hải quan Việt Nam, Vietcap

Hình 8: FDI đăng ký và FDI giải ngân của Việt Nam, YTD YoY



Nguồn: Bộ Tài chính, Vietcap

Cuộc họp với nhà đầu tư quý 1/2026 giữa SCS x Vietcap – Các điểm chính (GMD sở hữu 33,4% cổ phần tại SCS)

1. KQKD 4T 2026

- Tổng thông lượng hàng hóa đạt 81.661 tấn (-5,6% YoY; hoàn thành 30% dự báo năm 2026 của chúng tôi), chủ yếu do mức giảm 5,6% YoY của cả thông lượng hàng hóa quốc tế (63.622 tấn; hoàn thành 31% dự báo năm 2026) và nội địa (18.039 tấn; hoàn thành 30% dự báo năm 2026).
- Tổng doanh thu đạt 397 tỷ đồng (+3,4% YoY; hoàn thành 36% dự báo năm 2026 của chúng tôi).
- LNST đạt 237 tỷ đồng (+1,2% YoY; hoàn thành 34% dự báo năm 2026 của chúng tôi).
- Biên lợi nhuận gộp giảm từ mức 80,9% xuống còn 78,6% trong 4T 2025.
- Biên LNST cải thiện nhẹ lên 64,7% từ mức 64,2% trong 4T 2025, dù biên lợi nhuận gộp suy giảm, nhiều khả năng nhờ thu nhập lãi tăng trong môi trường lãi suất cao hơn, trong bối cảnh SCS duy trì trạng thái tiền mặt ròng lớn trên bảng cân đối kế toán.
- Biên lợi nhuận ròng cải thiện nhẹ từ mức 64,2% lên 64,7% trong 4T 2025, dù biên lợi nhuận gộp suy giảm. Nguyên nhân nhiều khả năng là do thu nhập lãi tăng trong môi trường lãi suất cao hơn, trong bối cảnh SCS duy trì trạng thái tiền mặt ròng lớn trên bảng cân đối kế toán.

Hình 2: KQKD 4T 2026 của SCS

|                            | 4T 2025 | 4T 2026 | YoY   | Dự báo 2026* | KQ 4T/dự báo 2026 |
|----------------------------|---------|---------|-------|--------------|-------------------|
| Thông lượng hàng hóa (tấn) | 86.543  | 81.661  | -5,6% | 269.361      | 30%               |
| Quốc tế                    | 67.426  | 63.622  | -5,6% | 208.770      | 31%               |
| Nội địa                    | 19.117  | 18.039  | -5,6% | 60.591       | 30%               |
| Doanh thu (tỷ đồng)        | 384     | 397     | +3,4% | 1.097        | 36%               |
| LNST (tỷ đồng)             | 234     | 237     | +1,2% | 707          | 34%               |
| Biên lợi nhuận gộp         | 80,9%   | 78,6%   |       | 80,0%        |                   |
| Biên lợi nhuận ròng        | 64,2%   | 64,7%   |       | 64,5%        |                   |

Nguồn: SCS, Vietcap. \* Dự báo này (được đưa ra trong [Báo cáo Cập nhật SCS](#), ngày 13/01/2026 của chúng tôi) giả định nhà ga hàng hóa mới tại sân bay Long Thành sẽ đi vào hoạt động từ giữa năm 2026.

2. Tác động từ xung đột Trung Đông

- Các hãng hàng không Trung Đông (chủ yếu là Qatar và Emirates) đóng góp hơn 15% doanh thu hàng hóa của SCS.
- Dù thông lượng hàng hóa ban đầu sụt giảm do xung đột, các hãng hàng không hiện đã dần bình thường hóa hoạt động và đang duy trì khoảng 70% công suất so với giai đoạn trước khủng hoảng.

Ban lãnh đạo đưa ra ba kịch bản tài chính dựa trên diễn biến giá nhiên liệu như sau: **(1) Kịch bản cơ sở (giá nhiên liệu dưới 110 USD/thùng):** Giả định giá nhiên liệu tăng ở mức vừa phải và căng thẳng với Iran không leo thang nghiêm trọng. Các hãng hàng không tối ưu hóa mạng lưới bay, khiến thông lượng hàng hóa tăng trưởng nhưng bị hạn chế phần nào. **(2) Kịch bản tiêu cực (giá nhiên liệu trong khoảng 110-120 USD/thùng):** Giả định xung đột kéo dài và giá nhiên liệu tăng mạnh. Các hãng hàng không cắt giảm các chuyến bay đường dài, khiến thông lượng hàng hóa giảm nhẹ, dù được bù đắp một phần nhờ xu hướng chuyển dịch từ vận tải đường biển sang đường hàng không. **(3) Kịch bản xấu nhất (giá nhiên liệu trên 120 USD/thùng):** Giả định xung đột leo thang nghiêm trọng và kinh tế toàn cầu suy giảm. Xuất khẩu của Việt Nam giảm mạnh, các hãng hàng không cắt giảm chuyến bay và thông lượng hàng hóa sụt giảm đáng kể.

Hình 3: Phân tích kịch bản năm 2026 của ban lãnh đạo SCS

| Kịch bản             | Giá dầu<br>(USD/thùng) | Doanh thu<br>(tỷ đồng) | Doanh<br>thu YoY    | LNST<br>(tỷ<br>đồng) | LNST<br>YoY          | Dự báo 2026<br>của Vietcap<br>(tỷ đồng) | % so với<br>dự báo 2026<br>của Vietcap  |
|----------------------|------------------------|------------------------|---------------------|----------------------|----------------------|-----------------------------------------|-----------------------------------------|
| Kịch bản<br>cơ sở    | Dưới 110               | 1.200 đến<br>1.300     | Đi ngang<br>đến +9% | 760 đến<br>820       | +1% đến<br>+9%       | Doanh thu: 1.097<br>LNST: 707           | Doanh thu: 109%–119%<br>LNST: 108%–116% |
| Kịch bản<br>tiêu cực | 110–120                | 1.100 đến<br>1.180     | -8% đến<br>-1%      | 680 đến<br>750       | -10% đến<br>đi ngang |                                         | Doanh thu: 100%–108%<br>LNST: 96%–106%  |
| Kịch bản<br>xấu nhất | Trên 120               | 900 đến<br>1.050       | -25%<br>đến<br>-12% | 500 đến<br>650       | -33% đến<br>-13%     |                                         | Doanh thu: 82%–96%<br>LNST: 71%–92%     |

Nguồn: SCS, Vietcap. Chúng tôi lưu ý rằng đây là các kịch bản cùng tác động tiềm năng lên KQKD do ban lãnh đạo của SCS xây dựng, không phải kịch bản và dự báo của chúng tôi (ngoại trừ các cột có viết rõ là dự báo 2026 của Vietcap).

3. Sân bay Long Thành (LTH)

- Nhà ga hàng hóa số 1 tại LTH (LTH-C1): Đang trong quá trình xây dựng. Nhà thầu Coteccons dự kiến hoàn thành dự án nhà ga hàng hóa hàng không vào tháng 11 năm nay.
- Hạ tầng tổng thể của LTH: Đường băng số 1 và tháp kiểm soát không lưu (ATC) đã hoàn thành 100%. Nhà ga hành khách hiện đã hoàn thành gần 90%, trong khi hạ tầng kết nối dự kiến sẽ được hoàn tất vào cuối quý 3 hoặc quý 4/2026.
- Phương án thay thế (trong trường hợp SCS không tham gia dự án LTH): SCS có kế hoạch tái cơ cấu nhà ga tại TSN và tập trung vào các dự án khác, bao gồm Tòa nhà Văn phòng số 2, dự án bảo trì, sửa chữa và bảo dưỡng tàu bay (MRO), đồng thời tận dụng lợi thế của ngõ để phát triển thành trung tâm logistics và phân phối quy mô lớn hơn.
- Khả năng chia cổ tức đặc biệt: Nếu không tham gia dự án LTH, SCS sẽ chi trả cổ tức tiền mặt nhằm tối đa hóa lợi ích cho cổ đông thay vì duy trì lượng tiền mặt lớn trên bảng cân đối kế toán.
- Kịch bản “hai sân bay”: Ban lãnh đạo cho biết một kịch bản có tính khả thi là LTH và TSN sẽ vận hành như một hệ thống hai sân bay tích hợp, thay vì toàn bộ các chuyến bay quốc tế được chuyển sang LTH. Nếu khoảng 50% các chuyến bay quốc tế (đường ngắn và trung bình) tiếp tục duy trì tại TSN, SCS vẫn có thể duy trì KQKD tốt ngay cả khi không giành được dự án tại LTH, do phần lớn sản lượng quốc tế hiện tại của SCS đến từ các chuyến bay đường ngắn và trung bình.

## 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. 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 vui lòng xem [Báo cáo Cập nhật SCS](#) ngày 13/01/2026.

**(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.

Đối với nợ ròng của GML trong báo cáo này, do chúng tôi cập nhật thời gian định giá sang giữa năm 2027, chúng tôi sử dụng mức trung bình giữa nợ ròng cuối năm 2025 của công ty (khoảng 2,3 nghìn tỷ đồng) và dự báo cuối năm 2026 của chúng tôi (khoảng 3,3 nghìn tỷ đồng). Mức tăng YoY trong dự báo năm 2026 phản ánh giá định của chúng tôi về việc công ty sẽ vay thêm nợ để tài trợ cho dự án mở rộng GML2 (đã được khởi công vào cuối tháng 4/2026) dù được bù đắp một phần bởi các khoản trả nợ hiện hữu trong năm, theo ước tính của chúng tôi.

**(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

Vào cuối tháng 3/2026, GMD đã công bố rằng công ty đang đàm phán với CJ Logistics để tái cấu trúc hai liên doanh hiện tại: GMD sẽ mua lại 49,0% cổ phần của CJ tại liên doanh vận tải tàu (tức CJ Gemadept Shipping) để nâng tỷ lệ sở hữu lên 100%, trong khi CJ Logistics sẽ mua lại 49,1% cổ phần của GMD tại liên doanh logistics 3PL (tức CJ Gemadept Logistics).

Sau khi hoàn tất giao dịch, GMD sẽ không còn ghi nhận liên doanh 3PL trong khoản lãi từ công ty liên kết, đồng thời sẽ hợp nhất toàn bộ liên doanh vận tải tàu. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tác động lên lợi nhuận là tương đối hạn chế do quy mô của hai liên doanh này còn khá nhỏ so với GMD. Trong năm 2025, hai liên doanh này đã đóng góp khoảng 49 tỷ đồng lợi nhuận từ công ty liên kết, thấp hơn đáng kể so với mức LNTT hợp nhất của GMD là 2,5 nghìn tỷ đồng.

Ngày 21/05/2026, công ty công bố giao dịch đã hoàn tất, tuy nhiên các thông tin tài chính chi tiết vẫn chưa được công bố. Theo chia sẻ từ công ty, GMD có thể thu về khoảng 700 tỷ đồng tiền mặt ròng từ giao dịch này; tuy nhiên khoản lãi ghi nhận trên báo cáo KQKD vẫn chưa được công bố.

**Hiện tại, chúng tôi chưa đưa giao dịch này vào Báo cáo Cập nhật do vẫn đang chờ thông tin tài chính đầy đủ – mà theo chúng tôi nhiều khả năng sẽ được công bố trong BCTC quý 2 sắp tới.**

### Thông tin cơ bản về hai công ty này:

GMD và CJ Logistics đã duy trì mối quan hệ đối tác chiến lược nhiều năm thông qua hai liên doanh, cả hai đều được hạch toán theo phương pháp vốn chủ sở hữu trong báo cáo tài chính hợp nhất của GMD:

- CJ Gemadept Shipping Holdings (Liên doanh Vận tải tàu) – GMD nắm giữ 51,0%, CJ Logistics nắm giữ 49,0%, với quyền biểu quyết ngang nhau. Liên doanh này cung cấp dịch vụ vận tải tàu gom container (feeder) và sà lan kết nối các cảng, cảng cạn (ICD) và các khu công nghiệp trong mạng lưới logistics tích hợp của GMD;

- CJ Gemadept Logistics Holdings (Liên doanh 3PL) – GMD nắm giữ 49,1%, CJ Logistics nắm giữ 50,9%. Thực thể này vận hành các dịch vụ logistics bên thứ ba và logistics theo hợp đồng.

Tính đến quý 1/2026, giá trị sổ sách khoản đầu tư của GMD tại liên doanh vận tải biển là 471 tỷ đồng, trong khi khoản đầu tư tại liên doanh 3PL là 178 tỷ đồng.

**(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 11: 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        | 25.215  | 51,0% - 100,0%       | 25.215                  |
| SCS                                                                        | CKDT        | 4.859   | 33,4%                | 1.624                   |
| Đồn điền cao su                                                            | P/B         | 1.159   | 100,0%               | 1.159                   |
| Gemalink                                                                   | CKDT        | 18.719  | 65,1%                | 12.192                  |
| CJ Gemadept Logistics & Shipping                                           | P/E         | 1.080   | 49,1%; 51,0%         | 540                     |
| Khác (*)                                                                   | GTSS        | 592     | 100,0%               | 592                     |
| <b>Tổng giá trị VCSH</b>                                                   |             |         |                      | <b>41.322</b>           |
| Số cổ phần (triệu)                                                         |             |         |                      | 432,9                   |
| <b>Giá mục tiêu (đồng/CP)</b>                                              |             |         |                      | <b>95.500</b>           |
| Tỷ lệ tăng                                                                 |             |         |                      | 28,0%                   |
| Lợi suất cổ tức                                                            |             |         |                      | 3,4%                    |
| <b>Tổng mức sinh lời</b>                                                   |             |         |                      | <b>31,4%</b>            |
| P/E cốt lõi dự phóng năm 2025 theo <b>giá mục tiêu</b> và (giá thị trường) |             |         |                      | <b>21,8x / (17,0x)</b>  |
| P/E cốt lõi dự phóng năm 2026 theo <b>giá mục tiêu</b> và (giá thị trường) |             |         |                      | <b>16,7x / (13,1x)</b>  |
| P/E cốt lõi dự phóng năm 2027 theo <b>giá mục tiêu</b> và (giá thị trường) |             |         |                      | <b>14,9x / (11,6x)</b>  |
| P/E cốt lõi dự phóng năm 2028 theo <b>giá mục tiêu</b> và (giá thị trường) |             |         |                      | <b>12,9x / (10,1x)</b>  |
| EV/EBITDA dự phóng năm 2025 theo <b>giá mục tiêu</b> và (giá thị trường)   |             |         |                      | <b>12,8x / (9,8x)</b>   |
| EV/EBITDA dự phóng năm 2026 theo <b>giá mục tiêu</b> và (giá thị trường)   |             |         |                      | <b>9,9x / (7,6x)</b>    |
| EV/EBITDA dự phóng năm 2027 theo <b>giá mục tiêu</b> và (giá thị trường)   |             |         |                      | <b>8,8x / (6,8x)</b>    |
| EV/EBITDA dự phóng năm 2028 theo <b>giá mục tiêu</b> và (giá thị trường)   |             |         |                      | <b>7,9x / (6,1x)</b>    |

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: \*Bao gồm các dự án BDS, K'Line Logistics, Mekong Logistics, Saigon Development Corporation và các khoản đầu tư khác. \*\*GMD sở hữu các tài sản trong mảng kinh doanh cốt lõi với tỷ lệ sở hữu dao động từ 51% đến 100%. “Giá trị phân bổ cho GMD” phản ánh phần giá trị tương ứng với tỷ lệ sở hữu của GMD trong cột “Giá trị”, do lợi ích CBDS được loại trừ khỏi phần tính toán giá trị vốn chủ sở hữu.

Hình 12: Định giá CKDT đối với mảng cảng và logistics hợp nhất

| Chi phí vốn               |              |              |  |  |  | CKDT (tỷ đồng)                        |  |  |  |               |
|---------------------------|--------------|--------------|--|--|--|---------------------------------------|--|--|--|---------------|
|                           | Cũ           | Mới          |  |  |  |                                       |  |  |  |               |
| Hệ số beta                | 0,9          | 0,9          |  |  |  | GTHT của DTTD                         |  |  |  | 15.818        |
| Phần bù rủi ro thị trường | 8,0%         | 8,0%         |  |  |  | GTHT của giá trị cuối (TT 0,0%)       |  |  |  | 8.970         |
| Tỷ lệ phi rủi ro %        | 6,0%         | 6,0%         |  |  |  | <b>GTHT của DTTD và giá trị cuối</b>  |  |  |  | <b>24.788</b> |
| Chi phí vốn chủ sở hữu %  | 13,2%        | 13,2%        |  |  |  | Cộng: Tiền mặt + Tiền gửi ngắn hạn    |  |  |  | 4.715         |
| Chi phí nợ %              | 11,0%        | 11,0%        |  |  |  | Trừ: Nợ vay                           |  |  |  | -2.402        |
| Tỷ lệ nợ %                | 30,0%        | 30,0%        |  |  |  | Lợi ích CĐTS                          |  |  |  | -1.886        |
| Tỷ lệ VCSH %              | 70,0%        | 70,0%        |  |  |  | <b>Giá trị VCSH phân bổ cho GMD</b>   |  |  |  | <b>25.215</b> |
| Thuế suất doanh nghiệp    | 10,0%        | 10,0%        |  |  |  | Số cổ phiếu pha loãng (triệu cp)      |  |  |  | 433           |
| <b>WACC %</b>             | <b>12,2%</b> | <b>12,2%</b> |  |  |  | <b>Giá trị CKDT / cổ phiếu (đồng)</b> |  |  |  | <b>58.200</b> |

| Tỷ đồng                     | 2026F      | 2027F        | 2028F        | 2029F        | 2030F        | 2031F         | 2032F         | 2033F         | 2034F         | 2035F         |
|-----------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Lợi nhuận từ HĐKD           | 2.140      | 2.527        | 2.777        | 2.994        | 3.148        | 3.293         | 3.367         | 3.443         | 3.522         | 3.604         |
| - Thuế                      | -241       | -284         | -312         | -337         | -354         | -371          | -379          | -387          | -396          | -405          |
| + Khấu hao                  | 553        | 562          | 571          | 581          | 590          | 600           | 609           | 618           | 628           | 637           |
| - Vốn đầu tư XDCB           | -1.835     | -300         | -300         | -300         | -300         | -300          | -300          | -300          | -300          | -300          |
| - Tăng vốn lưu động         | -202       | -67          | 28           | 42           | 80           | 93            | 123           | 127           | 131           | 136           |
| <b>Dòng tiền tự do</b>      | <b>415</b> | <b>2.438</b> | <b>2.763</b> | <b>2.981</b> | <b>3.164</b> | <b>3.315</b>  | <b>3.420</b>  | <b>3.501</b>  | <b>3.585</b>  | <b>3.671</b>  |
| GTHT của DTTD               | 392        | 2.051        | 2.072        | 1.992        | 1.884        | 1.759         | 1.618         | 1.476         | 1.347         | 1.229         |
| <b>GTHT lũy kế của DTTD</b> | <b>392</b> | <b>2.443</b> | <b>4.514</b> | <b>6.506</b> | <b>8.390</b> | <b>10.149</b> | <b>11.767</b> | <b>13.243</b> | <b>14.589</b> | <b>15.818</b> |

Nguồn: Bloomberg, Vietcap

**Nhận định về dự báo vốn đầu tư XDCB năm 2026 đã điều chỉnh của chúng tôi:** Chúng tôi nâng dự báo vốn đầu tư XDCB năm 2026 lên hơn 1,8 nghìn tỷ đồng, từ mức 1,3 nghìn tỷ đồng trước đó. Dự báo trước đây của chúng tôi đã bao gồm khoản vốn đầu tư XDCB xấp xỉ 1 nghìn tỷ đồng dành cho kế hoạch đầu tư tàu mới trong năm 2026F theo kế hoạch của GMD, trong khi phần còn lại được phân bổ cho vốn đầu tư bảo trì. Trong báo cáo cập nhật này, chúng tôi bổ sung thêm khoảng 540 tỷ đồng, tương ứng với phần sở hữu 60% của GMD tại bãi container rộng 33 ha gần NDV mà công ty dự kiến sẽ triển khai trong năm nay (tương ứng tổng vốn đầu tư XDCB khoảng 900 tỷ đồng cho toàn bộ dự án bãi container), theo thông tin được công bố tại ĐHCĐ năm 2026 vào đầu tháng 5.

Con số 900 tỷ đồng (34,6 triệu USD) là ước tính của riêng chúng tôi, dựa trên mức giá đất công bố công khai (khoảng 3 triệu đồng/m<sup>2</sup>) đối với các lô đất 10 ha trong khu vực (Nguồn: Guland), tức tương ứng với mức chi phí gần 1 nghìn tỷ đồng cho phần diện tích 33 ha. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% nhằm phản ánh quy mô giao dịch lớn hơn so với lô tham chiếu 10 ha. Nếu vốn đầu tư XDCB thực tế cao hơn/thấp hơn mức ước tính này, dự báo vốn đầu tư XDCB năm 2026 của chúng tôi sẽ có khả năng tăng/giảm tương ứng.

Tỷ lệ sở hữu 60% nói trên xuất phát từ thông báo ngày 22/05/2026 của GMD về việc thành lập CTCP Dịch vụ Nam Đình Vũ (NDS), đặt tại lô CN27 thuộc Khu phi thuế quan và KCN Nam Đình Vũ, Hải Phòng. Công ty có vốn điều lệ 500 tỷ đồng, trong đó GMD góp 60% vốn, tương ứng 300 tỷ đồng. Theo chia sẻ từ GMD, NDS có liên quan đến dự án bãi container 33 ha. Vị trí của NDS (lô CN27) cũng phù hợp với thông tin được công bố tại ĐHCĐ năm 2026.

Hình 13: Tóm tắt định giá cho SCS

| Tỷ đồng                                | Phương pháp định giá | Giá trị      |
|----------------------------------------|----------------------|--------------|
| <b>SCS</b>                             | <b>CKDT 5 năm</b>    | <b>4.859</b> |
| Tỷ lệ sở hữu của GMD tại SCS (%)       |                      | 33,4%        |
| <b>Giá trị vốn CSH phân bổ cho GMD</b> |                      | <b>1.624</b> |

Nguồn: Vietcap. Định giá tính đến cuối tháng 1/2026, được đề cập trong [Báo cáo Cập nhật SCS](#) ngày 13/01/2026 của chúng tôi.

Hình 14: Tóm tắt định giá đối với đồn điền cao su

| Tỷ đồng                                | Giá trị      |
|----------------------------------------|--------------|
| Giá trị sổ sách                        | 966          |
| P/B mục tiêu                           | 1,2x         |
| <b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>          | <b>1.159</b> |
| Tỷ lệ sở hữu của GMD (%)               | 100%         |
| <b>Giá trị vốn CSH phân bổ cho GMD</b> | <b>1.159</b> |

Nguồn: Vietcap

Hình 15: 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 chủ sở hữu %    | 13,2%     | 13,2%      |
| Chi phí nợ %                | 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                        | 17.849        |
| GTHT của giá trị cuối (TT 0,0%)      | 3.694         |
| <b>GTHT của DTTD và giá trị cuối</b> | <b>21.543</b> |
| - Nợ vay ròng                        | 2.824         |
| - Khác                               | 0             |
| <b>Giá trị vốn CSH</b>               | <b>18.719</b> |
| Tỷ lệ sở hữu                         | 65,1%         |
| Số lượng cổ phiếu (triệu)            | 432,9         |
| <b>Giá trị/cổ phiếu (đồng)</b>       | <b>28.200</b> |

Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Hình 16: Tóm tắt định giá đối với CJ Gemadept Logistics & CJ Gemadept Shipping

| Tỷ đồng                                  | Giá trị       |
|------------------------------------------|---------------|
| Thu nhập ròng bình quân dự phóng 2026-27 | 108,0         |
| P/E mục tiêu                             | 10,0x         |
| <b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>            | <b>1.080</b>  |
| Tỷ lệ sở hữu của GMD (%)                 | 49,1%; 51,0%* |
| <b>Giá trị vốn CSH phân bổ cho GMD</b>   | <b>540</b>    |

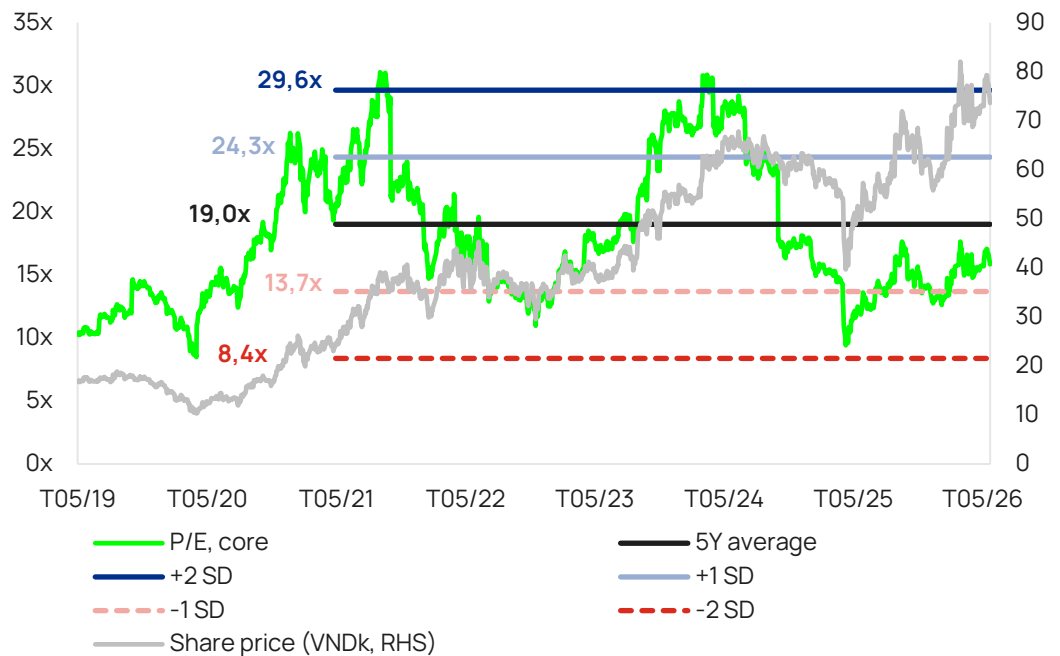
Nguồn: Vietcap (\* Chúng tôi giả định trung bình là 50%)

## Các hệ số định giá

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

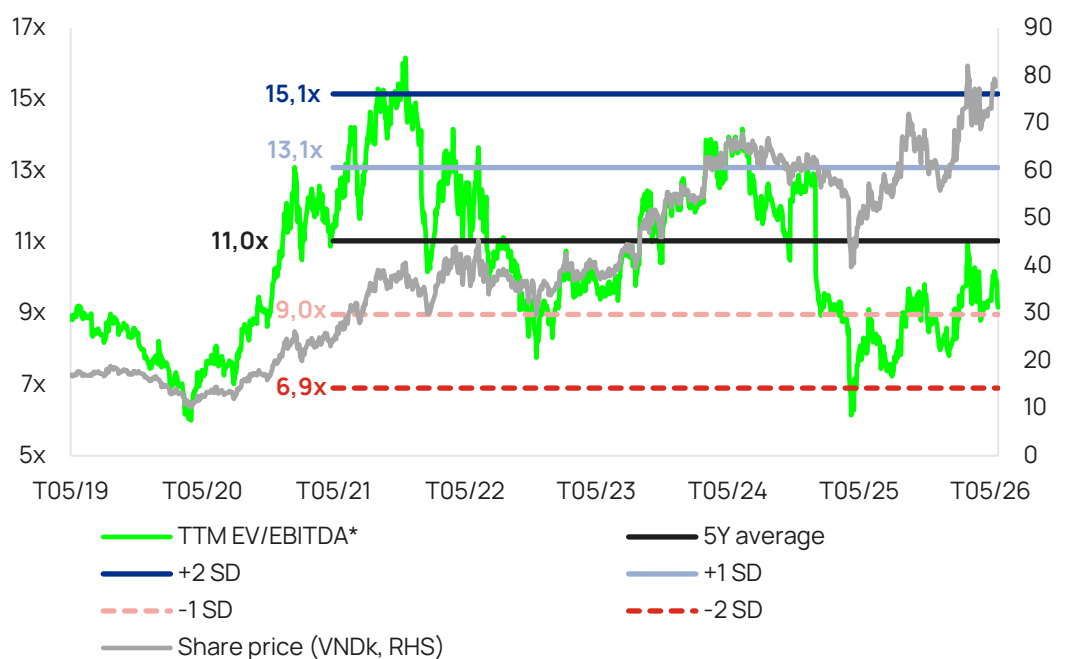
## Diễn biến các hệ số định giá của GMD

Hình 17: P/E trượt cốt lõi của GMD\*



Nguồn: Bloomberg, ước tính của Vietcap (cập nhật ngày 25/05/2026). \*EPS trượt của GMD không bao gồm lợi nhuận đầu tư từ thoái vốn và các khoản thu nhập/chi phí khác.

Hình 18: Tỷ lệ EV/EBITDA trượt của GMD\*



Nguồn: Bloomberg, ước tính của Vietcap (cập nhật ngày 25/05/2026). \*EBITDA trượt của GMD bao gồm thu nhập từ các công ty liên kết.

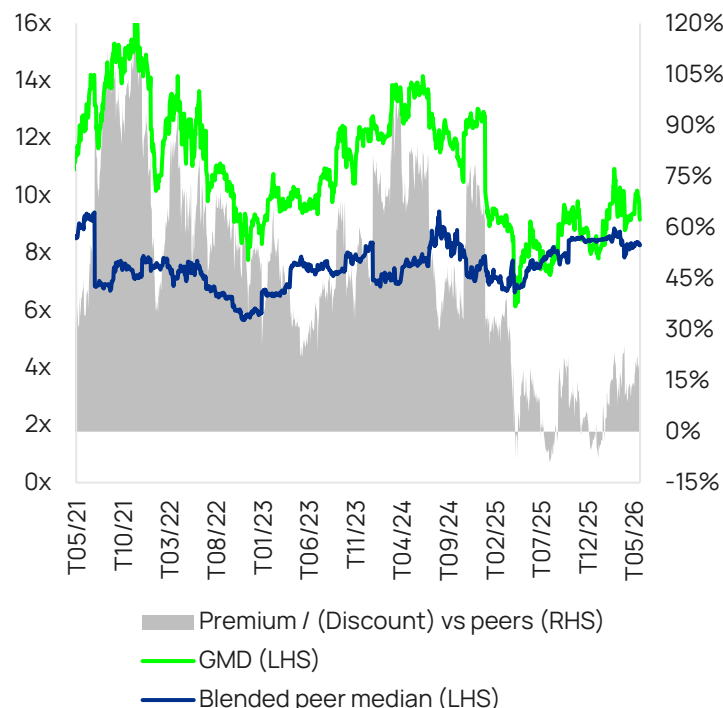
## So sánh các hệ số định giá của GMD với các công ty cùng ngành

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).

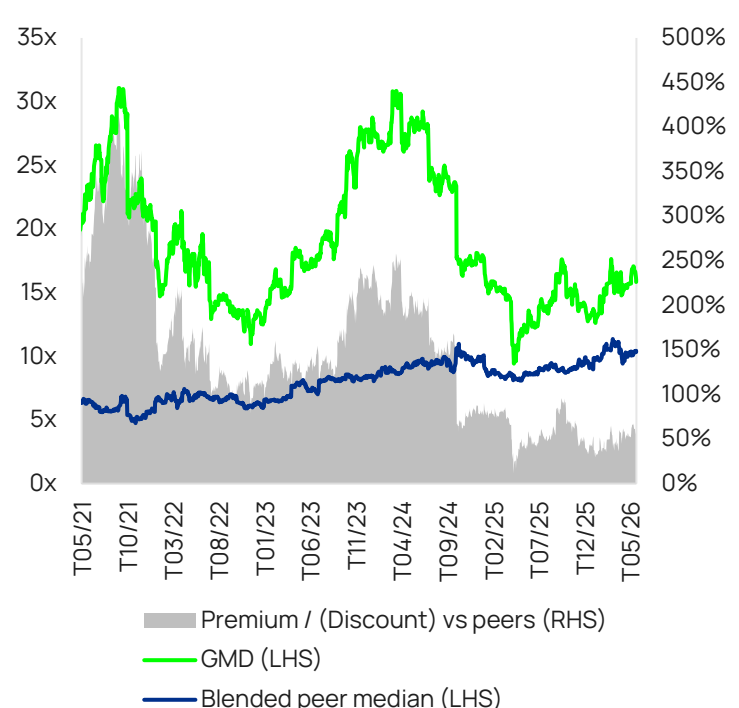
Phân tích của chúng tôi cho thấy, trong quá khứ, GMD thường giao dịch ở mức cao hơn đáng kể so với mức trung vị ngành (nhóm các công ty cùng ngành bao gồm các nhà khai thác cảng niêm yết lớn trong khu vực, bao gồm 4 công ty Trung Quốc và 3 công ty ngoài Trung Quốc), xét về cả hai chỉ số P/E trượt và EV/EBITDA trượt (Error! Reference source not found. & 20). 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 Error! Reference source not found.), điều mà chúng tôi cho là do (1) quỹ đạo tăng trưởng xuất khẩu khả quan 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 đặc địa để tận dụng động lực tăng trưởng này, 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 (Error! Reference source not found. & 22). 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 (Error! Reference source not found. & 24), 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 19: Tỷ lệ EV/EBITDA trượt của GMD và mức trung vị các công ty cùng ngành tổng hợp\***



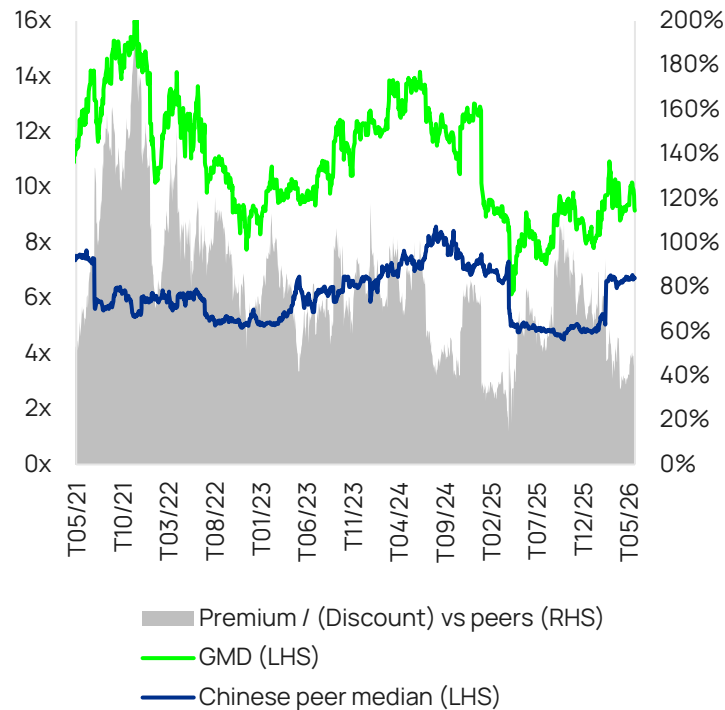
**Hình 20: P/E trượt cốt lõi của GMD\* so với P/E trượt của mức trung vị các công ty cùng ngành tổng hợp**



Nguồn: Bloomberg, ước tính của Vietcap (cập nhật ngày 25/05/2026).

\*Chúng tôi sử dụng EBITDA trượt bao gồm lãi/(lỗ) từ công ty liên kết cho cả GMD và nhóm công ty cùng ngành.

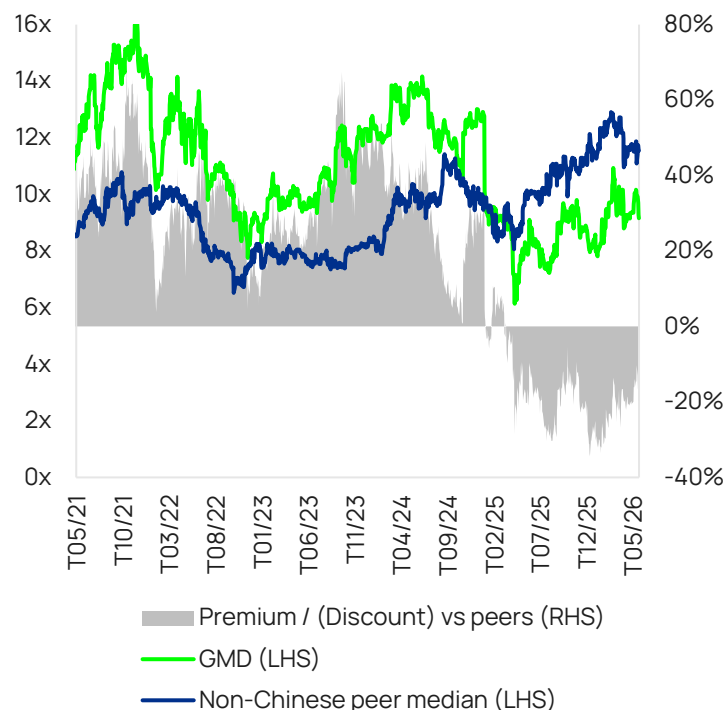
**Hình 21: Tỷ lệ EV/EBITDA trượt của GMD và mức trung vị các công ty cùng ngành Trung Quốc\***



Nguồn: Bloomberg, ước tính của Vietcap (cập nhật ngày 25/05/2026).

\*Chúng tôi sử dụng EBITDA trượt bao gồm lãi/(lỗ) từ công ty liên kết cho cả GMD và nhóm công ty cùng ngành.

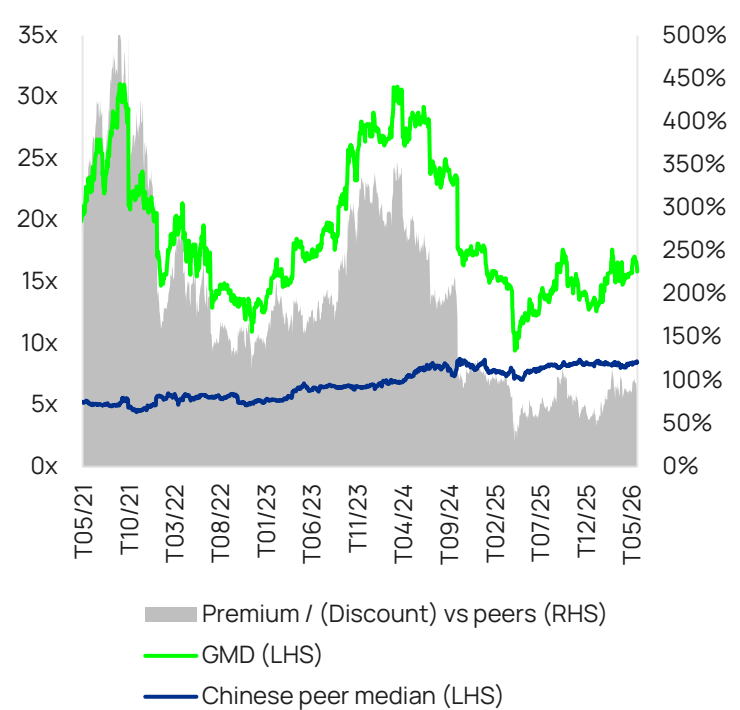
**Hình 23: Tỷ lệ EV/EBITDA trượt của GMD và mức trung vị các công ty cùng ngành ngoài Trung Quốc\***



Nguồn: Bloomberg, ước tính của Vietcap (cập nhật ngày 25/05/2026).

\*EPS trượt của GMD không bao gồm lợi nhuận đầu tư từ thoái vốn và các khoản thu nhập/chi phí khác. Chúng tôi sử dụng EPS báo cáo cho nhóm công ty cùng ngành.

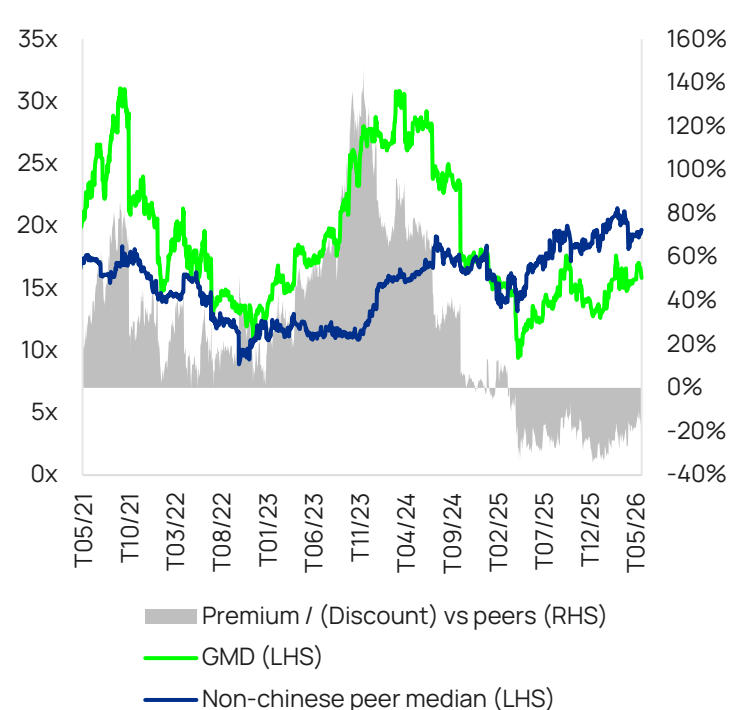
**Hình 22: P/E trượt cốt lõi của GMD\* so với P/E trượt của mức trung vị các công ty cùng ngành Trung Quốc**



Nguồn: Bloomberg, ước tính của Vietcap (cập nhật ngày 25/05/2026).

\*EPS trượt của GMD không bao gồm lợi nhuận đầu tư từ thoái vốn và các khoản thu nhập/chi phí khác. Chúng tôi sử dụng EPS báo cáo cho nhóm công ty cùng ngành.

**Hình 24: P/E trượt cốt lõi của GMD\* so với P/E trượt của mức trung vị các công ty cùng ngành ngoài Trung Quốc**



Nguồn: Bloomberg, ước tính của Vietcap (cập nhật ngày 25/05/2026).

\*Chúng tôi sử dụng EBITDA trượt bao gồm lãi/(lỗ) từ công ty liên kết cho cả GMD và nhóm công ty cùng ngành.

Nguồn: Bloomberg, ước tính của Vietcap (cập nhật ngày 25/05/2026).

\*EPS trượt của GMD không bao gồm lợi nhuận đầu tư từ thoái vốn và các khoản thu nhập/chi phí khác. Chúng tôi sử dụng EPS báo cáo cho nhóm công ty cùng ngành.

Error! Reference source not found. 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 CĐTTS 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 9,2 lần, thấp hơn mức trung vị của các công ty cùng ngành ngoài Trung Quốc là 11,5 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 (7,6 lần so với 11,1 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.

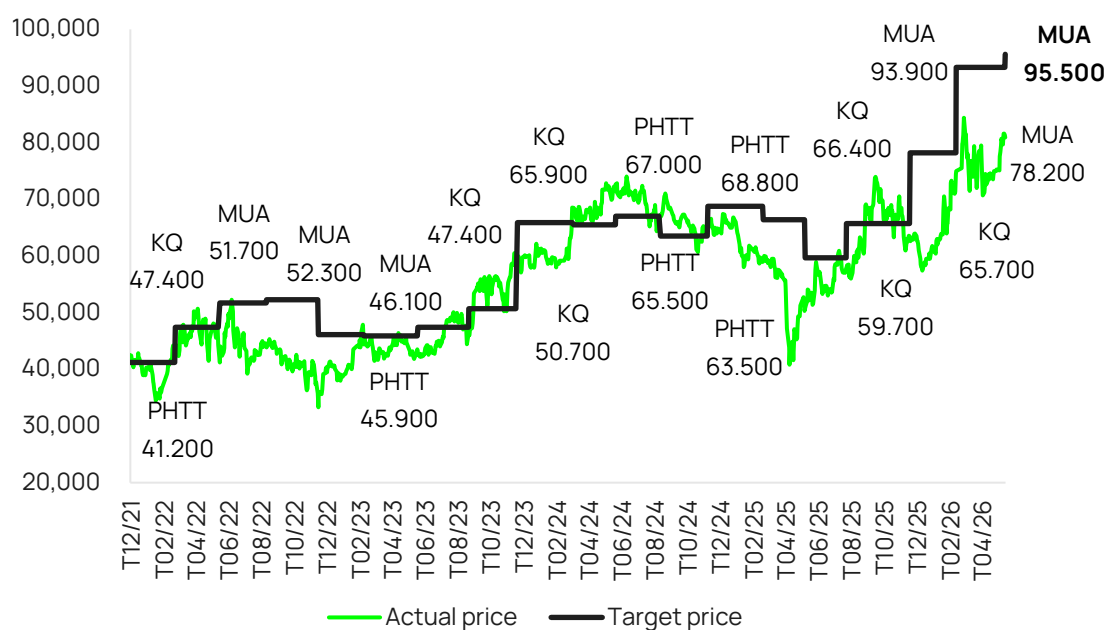
Hình 25: Các công ty cùng ngành của GMD

| Công ty                            | Quốc gia    | Vốn hóa thị trường (tr USD) | Doanh số (tr USD) | Doanh số YoY (%) | LNST trượt (tr USD) | LNST trượt YoY (%) | CAGR doanh số 5 năm gần nhất (%) | CAGR LNST-EBITDA 5 năm gần nhất (%) | CAGR EBITDA 5 năm gần nhất (%) | Nợ ròng/VCSH quý gần nhất (%) | ROE năm hiện tại (%) | ROA năm hiện tại (%) | ROE trung bình 5 năm (%) | ROA trung bình 5 năm (%) | P/E trượt x | EV/ EBITDA trượt x** | P/E 2026F x | EV/ EBITDA 2026 x*** |
|------------------------------------|-------------|-----------------------------|-------------------|------------------|---------------------|--------------------|----------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------|-------------------------------|----------------------|----------------------|--------------------------|--------------------------|-------------|----------------------|-------------|----------------------|
| China Merchants Port               | Trung Quốc  | 8.060                       | 2.460             | 6%               | 1.260               | 4%                 | 6%                               | 17%                                 | 8%                             | 24%                           | 7%                   | 2%                   | 7%                       | 2%                       | 8,0x        | 11,9x                | 7,7x        | N/A                  |
| Qingdao Port                       | Trung Quốc  | 8.120                       | 2.700             | -1%              | 801                 | -4%                | 7%                               | 7%                                  | 8%                             | -20%                          | 12%                  | 8%                   | 12%                      | 8%                       | 8,2x        | 6,9x                 | 7,7x        | 5,8x                 |
| Shanghai Port                      | Trung Quốc  | 17.510                      | 5.690             | 4%               | 2.140               | -4%                | 9%                               | 10%                                 | 9%                             | 8%                            | 10%                  | 6%                   | 11%                      | 7%                       | 8,7x        | 6,5x                 | 8,7x        | 6,0x                 |
| Tangshan Port                      | Trung Quốc  | 4.050                       | 840               | 9%               | 322                 | 16%                | -6%                              | 2%                                  | 0%                             | -35%                          | 9%                   | 8%                   | 9%                       | 8%                       | 13,3x       | 6,6x                 | 13,4x       | 6,2x                 |
| China Merchants Port Holding       | Hong Kong   | 8.430                       | 1.710             | 13%              | 986                 | -22%               | 8%                               | 5%                                  | 5%                             | 16%                           | 6%                   | 4%                   | 7%                       | 4%                       | 10,4x       | 8,3x                 | 8,8x        | 7,1x                 |
| Westports Intl Container Term Svcs | Malaysia    | 5.240                       | 817               | 40%              | 266                 | 21%                | 10%                              | 9%                                  | 7%                             | 6%                            | 25%                  | 12%                  | 26%                      | 13%                      | 19,7x       | 11,5x                | 18,0x       | 11,1x                |
|                                    | Philippines | 26.740                      | 3.450             | 21%              | 1.180               | 28%                | 17%                              | 92%                                 | 20%                            | 175%                          | 56%                  | 13%                  | 64%                      | 12%                      | 23,9x       | 13,8x                | 22,4x       | 12,8x                |
| Trung vị ngành                     |             | 8.120                       | 2.460             | 9%               | 986                 | 4%                 | 8%                               | 9%                                  | 8%                             | 8%                            | 10%                  | 8%                   | 11%                      | 8%                       | 10,4x       | 8,3x                 | 8,8x        | 6,7x                 |
| Trung vị ngành - Trung Quốc        |             | 8.090                       | 2.580             | 5%               | 1.030               | 0%                 | 7%                               | 8%                                  | 8%                             | -6%                           | 10%                  | 7%                   | 10%                      | 7%                       | 8,5x        | 6,7x                 | 8,2x        | 6,0x                 |
| Trung vị ngành - ngoài Trung Quốc  |             | 8.430                       | 1.710             | 21%              | 986                 | 21%                | 10%                              | 9%                                  | 7%                             | 16%                           | 25%                  | 12%                  | 26%                      | 12%                      | 19,7x       | 11,5x                | 18,0x       | 11,1x                |
| GMD                                | Việt Nam    | 1.190                       | 234               | 20%              | 103*                | 30%*               | 18%                              | 27%*                                | 25%                            | -15%                          | 16%*                 | 11%*                 | 13%*                     | 8%*                      | 15,8x*      | 9,2x                 | 13,1x*      | 7,6x                 |

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (cập nhật ngày 25/05/2026). Định giá năm 2026 của GMD dựa trên dự báo trưởng 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 26: 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)            | 2025         | 2026F        | 2027F        | 2028F        |
|----------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu</b>                       | <b>5.946</b> | <b>7.340</b> | <b>8.149</b> | <b>8.622</b> |
| Giá vốn hàng bán                       | -3.230       | -3.956       | -4.337       | -4.550       |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                   | <b>2.715</b> | <b>3.384</b> | <b>3.812</b> | <b>4.072</b> |
| Chi phí bán hàng                       | -483         | -570         | -598         | -628         |
| Chi phí quản lí DN                     | -605         | -674         | -687         | -667         |
| <b>LN thuần HĐKD</b>                   | <b>1.627</b> | <b>2.140</b> | <b>2.527</b> | <b>2.777</b> |
| Thu nhập tài chính                     | 227          | 256          | 202          | 272          |
| Chi phí tài chính                      | -112         | -184         | -152         | -124         |
| Trong đó, chi phí lãi vay              | -108         | -150         | -118         | -90          |
| Lợi nhuận từ công ty LDLK              | 1.156        | 1.433        | 1.551        | 1.815        |
| Lỗ/lãi thuần khác                      | -394         | -37          | -41          | -43          |
| LNTT                                   | 2.505        | 3.608        | 4.087        | 4.696        |
| Thuế TNDN                              | -282         | -330         | -374         | -430         |
| <b>LNST trước CĐTS</b>                 | <b>2.223</b> | <b>3.278</b> | <b>3.713</b> | <b>4.266</b> |
| Lợi ích CĐ thiểu số                    | 547          | 633          | 716          | 763          |
| <b>LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo</b>  | <b>1.676</b> | <b>2.645</b> | <b>2.997</b> | <b>3.504</b> |
| <b>LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi*</b> | <b>1.992</b> | <b>2.674</b> | <b>3.030</b> | <b>3.538</b> |
| EBITDA                                 | 2.044        | 2.693        | 3.089        | 3.348        |
| EPS báo cáo, VND*                      | 3.689        | 5.651        | 6.341        | 7.339        |
| EPS pha loãng, VND*                    | 3.689        | 5.651        | 6.341        | 7.339        |
| EPS cốt lõi, pha loãng, VND*           | 4.384        | 5.714        | 6.410        | 7.411        |
| DPS báo cáo, VND**                     | 2.200        | 2.200        | 2.500        | 3.000        |
| DPS/EPS (%)                            | 60%          | 39%          | 39%          | 41%          |

| TỶ LỆ                           | 2025   | 2026F | 2027F | 2028F |
|---------------------------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>Tăng trưởng</b>              |        |       |       |       |
| Tăng trưởng doanh thu           | 23,0%  | 23,5% | 11,0% | 5,8%  |
| Tăng trưởng LN HĐKD             | 21,0%  | 31,5% | 18,1% | 9,9%  |
| LNST sau lợi ích CĐTS           | 14,8%  | 57,8% | 13,3% | 16,9% |
| LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi*  | 41,8%  | 34,2% | 13,3% | 16,8% |
| TT EPS cốt lõi*                 | 24,2%  | 30,3% | 12,2% | 15,6% |
| <b>Khả năng sinh lời</b>        |        |       |       |       |
| Biên LN gộp                     | 45,7%  | 46,1% | 46,8% | 47,2% |
| Biên LN từ HĐ                   | 27,4%  | 29,2% | 31,0% | 32,2% |
| Biên EBITDA                     | 34,4%  | 36,7% | 37,9% | 38,8% |
| LNST sau lợi ích CĐTS           | 28,2%  | 36,0% | 36,8% | 40,6% |
| ROE                             | 15,6%  | 19,2% | 19,1% | 19,5% |
| ROA                             | 10,5%  | 12,8% | 12,9% | 13,4% |
| <b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b> |        |       |       |       |
| Số ngày tồn kho                 | 9,6    | 8,8   | 9,2   | 9,4   |
| Số ngày phải thu                | 83,5   | 76,6  | 76,5  | 76,4  |
| Số ngày phải trả                | 58,1   | 55,4  | 56,2  | 57,9  |
| TG luân chuyển tiền             | 35,1   | 30,0  | 29,4  | 27,8  |
| <b>Thanh khoản</b>              |        |       |       |       |
| CS thanh toán hiện hành         | 2,6x   | 1,9x  | 2,2x  | 2,6x  |
| CS thanh toán nhanh             | 2,4x   | 1,7x  | 2,0x  | 2,4x  |
| CS thanh toán tiền mặt          | 1,8x   | 1,2x  | 1,5x  | 1,9x  |
| Nợ/Tài sản                      | 12,7%  | 9,0%  | 6,3%  | 4,1%  |
| Nợ/Vốn sử dụng                  | 13,9%  | 9,9%  | 6,9%  | 4,5%  |
| Nợ/Vốn CSH                      | -10,6% | 1,6%  | 3,2%  | -2,2% |
| Khả năng thanh toán lãi vay     | 15,1x  | 14,3x | 21,4x | 30,8x |

| BẢNG CĐKT (tỷ đồng)          | 2025          | 2026F         | 2027F         | 2028F         |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền và tương đương          | 1.618         | 838           | 1.607         | 2.121         |
| Đầu tư TC ngắn hạn           | 2.657         | 2.657         | 3.157         | 4.157         |
| Các khoản phải thu           | 1.396         | 1.588         | 1.719         | 1.773         |
| Hàng tồn kho                 | 86            | 104           | 114           | 120           |
| TS ngắn hạn khác             | 353           | 429           | 468           | 486           |
| <b>Tổng TS ngắn hạn</b>      | <b>6.110</b>  | <b>5.616</b>  | <b>7.064</b>  | <b>8.657</b>  |
| TS dài hạn (gộp)             | 8.860         | 10.694        | 10.994        | 11.294        |
| - Khấu hao lũy kế            | -3.230        | -3.783        | -4.345        | -4.916        |
| TS dài hạn (ròng)            | 5.630         | 6.912         | 6.650         | 6.378         |
| Đầu tư TC dài hạn            | 4.937         | 6.230         | 7.638         | 9.291         |
| TS dài hạn khác              | 3.101         | 3.386         | 3.494         | 3.511         |
| <b>Tổng TS dài hạn</b>       | <b>13.667</b> | <b>16.527</b> | <b>17.781</b> | <b>19.181</b> |
| <b>Tổng Tài sản</b>          | <b>19.777</b> | <b>22.143</b> | <b>24.846</b> | <b>27.838</b> |
| Phải trả ngắn hạn            | 566           | 635           | 702           | 742           |
| Nợ ngắn hạn                  | 308           | 480           | 480           | 480           |
| Nợ ngắn hạn khác             | 1.477         | 1.831         | 2.041         | 2.168         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>      | <b>2.350</b>  | <b>2.946</b>  | <b>3.223</b>  | <b>3.391</b>  |
| Nợ dài hạn                   | 2.082         | 1.408         | 1.008         | 608           |
| Nợ dài hạn khác              | 485           | 540           | 571           | 589           |
| <b>Tổng nợ</b>               | <b>4.917</b>  | <b>4.894</b>  | <b>4.802</b>  | <b>4.588</b>  |
| Cổ phiếu ưu đãi              | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Vốn cổ phần                  | 4.265         | 4.329         | 4.372         | 4.416         |
| Thặng dư vốn CP              | 3.920         | 3.920         | 3.920         | 3.920         |
| Cổ phiếu quỹ                 | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Lợi nhuận giữ lại            | 4.158         | 5.850         | 7.886         | 10.285        |
| Vốn khác                     | 742           | 742           | 742           | 742           |
| Lợi ích CĐTS                 | 1.775         | 2.408         | 3.124         | 3.886         |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>        | <b>14.860</b> | <b>17.250</b> | <b>20.044</b> | <b>23.250</b> |
| <b>Tổng cộng nguồn vốn</b>   | <b>19.777</b> | <b>22.143</b> | <b>24.846</b> | <b>27.838</b> |
| Số CP lưu hành cuối năm, tr  | 426,5         | 432,9         | 437,2         | 441,6         |
| Số CP lưu hành tr.bình, tr** | 420,2         | 432,9         | 437,2         | 441,6         |

| LCTT (tỷ đồng)                 | 2025          | 2026F         | 2027F         | 2028F         |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Tiền đầu năm</b>            | <b>3.964</b>  | <b>1.618</b>  | <b>838</b>    | <b>1.607</b>  |
| Lợi nhuận sau thuế             | 1.676         | 2.645         | 2.997         | 3.504         |
| Khấu hao                       | 417           | 553           | 562           | 571           |
| Thay đổi vốn lưu động          | 95            | -202          | -67           | 28            |
| Điều chỉnh khác                | -696          | -936          | -941          | -1.251        |
| <b>Tiền từ hoạt động KD</b>    | <b>1.492</b>  | <b>2.059</b>  | <b>2.552</b>  | <b>2.852</b>  |
| Chi mua sắm TSCĐ, ròng         | -1.653        | -1.835        | -300          | -300          |
| Đầu tư, ròng                   | -1.174        | 386           | -165          | -577          |
| <b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>       | <b>-2.827</b> | <b>-1.449</b> | <b>-465</b>   | <b>-877</b>   |
| Tăng (giảm) vốn cổ phần        | -1.302        | -952          | -962          | -1.104        |
| Tăng (giảm) nợ ngắn hạn        | 125           | 64            | 43            | 44            |
| Tăng (giảm) nợ dài hạn         | -115          | 172           | 0             | 0             |
| Tiền từ các hoạt động khác     | 63            | -400          | -400          | -400          |
| Tăng (giảm) vốn cổ phần        | 213           | -273          | 0             | 0             |
| <b>Tiền từ hoạt động TC</b>    | <b>-1.016</b> | <b>-1.389</b> | <b>-1.319</b> | <b>-1.460</b> |
| <b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b> | <b>-2.346</b> | <b>-780</b>   | <b>768</b>    | <b>515</b>    |
| <b>Tiền cuối năm</b>           | <b>1.618</b>  | <b>839</b>    | <b>1.607</b>  | <b>2.121</b>  |

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).

## 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
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

#### 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 Thủy Dương

##### Phó Giám đốc, ext 140

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- 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, Phó Trưởng phòng, 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

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.

## 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.