

CTCP Gemadept (HSX: GMD)
VƯỢT QUA KHÓ KHĂN TỪ THUẾ QUAN

- Lợi nhuận (LN) ròng Q2/25 đạt 423 tỷ đồng, tăng mạnh 27.9% svck nhờ sản lượng thông qua cảng tăng trưởng tốt và hiệu quả quản lý chi phí cải thiện. LN ròng 6T25 phù hợp dự báo, hoàn thành 49% dự báo 2025 của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của GMD sẽ duy trì đà tăng 16.5%/14.4% svck trong 2025/2026 nhờ Nam Đình Vũ GĐ3 và gia tăng giá dịch vụ tại các cảng.
- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho GMD với giá mục tiêu 72,200đ/cp.

KQKD Q2/2025 duy trì đà tăng tích cực

Trong Q2/2025, doanh thu thuần (DTT) của GMD đạt 1,497 tỷ đồng (+30% svck) do tăng trưởng sản lượng tích cực nhờ xu hướng mở rộng thị trường xuất khẩu của các thị trường khu vực nội Á. Tỷ trọng SG&A giảm 4.9điểm% svck phản ánh hiệu quả hoạt động tốt hơn và nỗ lực kiểm soát chi phí của ban lãnh đạo trong bối cảnh môi trường kinh doanh còn nhiều bất ổn, giúp LN ròng Q2/2025 của GMD duy trì mức tăng mạnh 27.9% svck.

Triển vọng kinh doanh 2025-26 vẫn đạt mức tăng trưởng tốt sau điều chỉnh
Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu hoạt động cảng 6.7%/4.3% so với dự phóng cũ do: (1) triển vọng kinh tế tại các thị trường xuất khẩu lớn dự kiến âm đạm hơn trong 2H2025 do ảnh hưởng từ thuế quan của Mỹ và (2) tác động từ front-loading không kéo dài như dự kiến khiến sản lượng Gemalink không tăng mạnh như kỳ vọng trong 6T2025. Sau điều chỉnh, doanh thu hoạt động cảng duy trì mức tăng 5.9% / 18.7% svck nhờ: (1) Gia tăng tỷ trọng sản lượng khu vực nội Á và mở rộng các tuyến dịch vụ sang thị trường xuất khẩu mới giúp bù đắp sản lượng của thị trường Mỹ, (2) Nam Đình Vũ GĐ3 đi vào hoạt động từ Q4/2025 giúp sản lượng tăng trưởng qua cảng này duy trì đà tăng tốt, (3) gia tăng giá dịch vụ tại các cảng lớn trong 2H2025.

Mặc dù điều chỉnh giảm doanh thu, chúng tôi điều chỉnh doanh thu tài chính tăng 58%/5.2% sv dự phóng cũ để phản ánh tiền & tương đương tiền tăng gấp đôi svck trong 6T25 từ đó LN ròng 25-26 điều chỉnh tăng 3.3%/8.9% sv dự phóng cũ. Sau điều chỉnh, LN ròng 25-26 duy trì mức tăng tốt 16.5%/14.4% svck.

Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 72,200 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi nâng giá mục tiêu so với báo cáo trước 7.1% do điều chỉnh tăng EPS 25-26 1.8%/7.3% sv dự phóng cũ. Chúng tôi cho rằng LN ròng GMD sẽ duy trì đà tăng tốt trong giai đoạn 25-26, hỗ trợ bởi: (1) Sản lượng duy trì mức tăng tốt nhờ gia tăng sản lượng nội Á, (2) Nam Đình Vũ GĐ3 đi vào hoạt động từ Q4/2025 và (3) nâng giá dịch vụ cảng từ Q3/25. Nhờ mức thuế quan thuận lợi so với các nước trong khu vực và nỗ lực giảm phụ thuộc vào Mỹ của GMD qua việc mở rộng tuyến dịch vụ tới các thị trường mới, kết hợp với vị thế là doanh nghiệp cảng biển hàng đầu Việt Nam, chúng tôi đánh giá GMD sẽ tiếp tục duy trì lợi thế cạnh tranh trong trung và dài hạn, do vậy chúng tôi tin rằng đây là thời điểm thích hợp để tích lũy cổ phiếu GMD.

Chỉ tiêu tài chính	Dec-23	Dec-24	Dec-25	Dec-26
Doanh thu thuần	3,846	4,832	5,194	6,033
Lợi nhuận ròng	2,238	1,441	1,679	1,922
Tăng trưởng doanh thu thuần	-1%	26%	7%	16%
Tăng trưởng LN ròng	125%	-36%	16%	14%
Biên LN gộp	46%	45%	44%	45%
Biên EBITDA	39%	36%	37%	40%
ROAE	29%	16%	16%	17%
ROAA	19%	12%	12%	12%
EPS (VND/cổ phiếu)	7,207	3,430	3,996	4,573
BVPS (VND/cổ phiếu)	23,162	32,731	33,447	36,361

Nguồn: GMD, MBS Research dự phóng

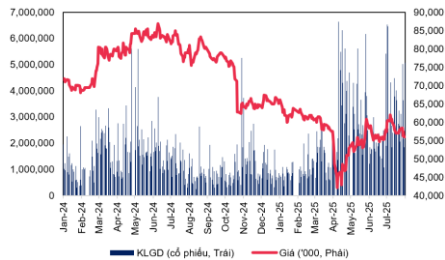
KHẢ QUAN

Giá mục tiêu **72,200 VND**
Tiềm năng tăng giá 26.6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh EPS tăng 3.3%/8.9% sv dự phóng cũ, sau điều chỉnh, tăng 16.5%/14.4% svck.

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinproX, MBS Research

Giá thị trường (VND)	57,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	68,700
Thấp nhất 52 tuần (VND)	40,800
Vốn hóa (tỷ VND)	23,740
P/E (TTM)	14.7
P/B	1.7
Thị suất cổ tức (%)	4
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	39.3

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu (%)

Công ty TNHH SSJ Consuling VN	7.2
Quỹ ETF DCFVMVN DIAMOND	5.4
Lê Thúy Hương	4.9
ReCollection Pte.Ltd	3.3

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Võ Đức Anh

Anh.voduc@mbs.com.vn

CTCP Gemadept (HSX: GMD)

Luận điểm đầu tư và định giá

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu của GMD là 72,200 đồng/cổ phiếu dựa trên các luận điểm chính:

- Sản lượng hàng hóa thông qua cảng dự kiến sẽ tiếp tục duy trì đà tăng tốt trong 2025-2026 nhờ (1) gia tăng sản lượng khu vực nội Á và mở rộng các tuyến dịch vụ sang thị trường mới, (2) hiệu suất cảng NĐV cải thiện nhờ nâng sở hữu cảng cạnh Hải Minh lân cận và tiếp tục nạo vét kênh Hà Nam.
- Kỳ vọng dự án Nam Đình Vũ GD3 đi vào hoạt động từ Q4/2025 sẽ là động lực tăng trưởng chính cho GMD trong giai đoạn 2025-2026, kết hợp với việc nâng 10% giá dịch vụ các cảng từ T8/2025, dự kiến sẽ thúc đẩy LN ròng của GMD tăng trưởng mạnh mẽ.
- Chúng tôi đánh giá LN ròng của Gemalink sẽ tiếp tục tăng tích cực nhờ: (1) tỷ trọng hàng Mỹ thấp hơn so với trung bình khu vực, (2) mở rộng 4 tuyến dịch vụ sang thị trường XK mới để giảm phụ thuộc vào TT Mỹ và (2) thành công nâng phí dịch vụ thêm 10% từ Q4/25 nhờ áp lực cạnh tranh trong khu vực thấp và nhu cầu duy trì ở mức tốt.
- Lợi thế cạnh tranh trong trung và dài hạn tiếp tục được cải thiện nhờ mức thuế quan cạnh tranh và các dự án giao thông hỗ trợ đi vào hoạt động trong 2025-2026.

Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi nâng định giá của GMD lên 72,200 VNĐ/CP (+7.4% so với báo cáo trước) do điều chỉnh tăng EPS 2025/2026 1.8%/7.3% so với dự phóng cũ, sau điều chỉnh, EPS duy trì mức tăng 16.5%/14.4% svck. Nhờ mức thuế quan thuận lợi so với các nước trong khu vực và mở rộng tuyến dịch vụ tới các thị trường mới, với vị thế là doanh nghiệp cảng biển hàng đầu Việt Nam và GMD hiện giao dịch ở mức P/E 16.9x, thấp hơn 10.6% so với mức P/E trung bình 5 năm là 18.9x, chúng tôi tin rằng đây là thời điểm thích hợp để tích lũy cổ phiếu GMD.

Hình 1: Tóm tắt định giá

Định giá	
Giá trị VCSH hoạt động cốt lõi (FCFF)	28,667
Giá trị VCSH dự án cao su (BV)	1,358
Giá trị VCSH mảng bất động sản (BV)	290
Tổng giá trị VCSH (tỷ đồng)	30,315
Số lượng cp lưu hành (triệu cp)	420
Giá mục tiêu	72,146
Giá mục tiêu làm tròn	72,200
Upside	26.6%

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	2.7%
Beta	1.2
Phần bù rủi ro thị trường	7.8
Chi phí VCSH	12%

Nguồn: MBS Research

Hình 3: WACC và tăng trưởng dài hạn

WACC và tăng trưởng dài hạn	
Chi phí nợ	7%
Mức thuế	20%
WACC	11%
Tăng trưởng dài hạn	1.5%

Nguồn: MBS Research

Hình 4: Dự phóng FCFF hoạt động cốt lõi

Dự phóng FCFF	2025	2026	2027	2028	///	2035
(+) Lợi nhuận sau thuế	2,199	2,516	2,815	3,266		3,790
(+) Chi phí phi tiền mặt	475	646	735	830		1,746
(+) Chi phí lãi vay sau thuế	109	131	150	169		204
(-) Đầu tư TSCĐ	2,475	1,246	1,335	1,430		3,446
(+) Thay đổi VLĐ	12	19	266	-173		226
FCFF sau chiết khấu	319	1,867	2,149	1,964		946

Nguồn: MBS Research

Hình 5: Phương pháp định giá FCFF hoạt động kinh doanh cốt lõi

Định giá theo FCFF		
(+) Giá trị hiện tại giai đoạn 2025F-2035F	tỷ đồng	17,684
(+) Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	tỷ đồng	10,470
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	3,926
(-) Nợ	tỷ đồng	2,883
(-) Lợi ích CDTs	tỷ đồng	(520)
Giá trị VCSH hoạt động cốt lõi	tỷ đồng	28,667

Nguồn: MBS Research

Rủi ro đầu tư

- Tình hình lạm phát tăng mạnh hơn dự kiến, tác động tới triển vọng kinh tế toàn cầu ảm đạm hơn, qua đó khiến hoạt động thương mại trên thế giới tiếp tục trì trệ, tác động tiêu cực tới hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.
- Tiến độ thi công các dự án quan trọng như Nam Đình Vũ giai đoạn 3 hay Gemalink 2A chậm hơn dự kiến sẽ tác động tiêu cực lên tăng trưởng sản lượng hàng hóa của GMD.

Hình 6: So sánh các doanh nghiệp các ngành

Công ty	Mã	Vốn hóa	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
	Bloomberg	triệu USD	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Cảng biển										
CTCP Cảng Hải Phòng	PHP VN	479	9.9	9.4	1789.0	N/A	19.9	N/A	7.0	N/A
CTCP Container Việt Nam	VSC VN	228	15.7	N/A	1.3	N/A	9.7	N/A	5.5	N/A
CTCP Cảng Sài Gòn	SGP VN	227	34.6	N/A	2.1	N/A	6.2	N/A	3.1	N/A
Adani Ports And Special Econ	ADSEZ IN	36,422	28.2	25.4	5.0	4.25	19.2	18.3	8.7	10.3
Xiamen Interna-A	600897 CH	853	13.1	11.9	1.3	1.18	10.1	10.3	7.8	7.8
Namyong Terminal	NYT TB	107	6.9	6.9	0.9	N/A	14.9	15.4	N/A	N/A
CTCP Gemadept	GMD VN	963	16.9	16.8	1.9	1.76	11.6	10.9	9.2	8.3
Trung bình			17.9	14.1	257.4	2.4	13.1	13.7	6.9	8.8
Trung vị			15.7	11.9	1.9	1.8	11.6	13.2	7.4	8.3

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

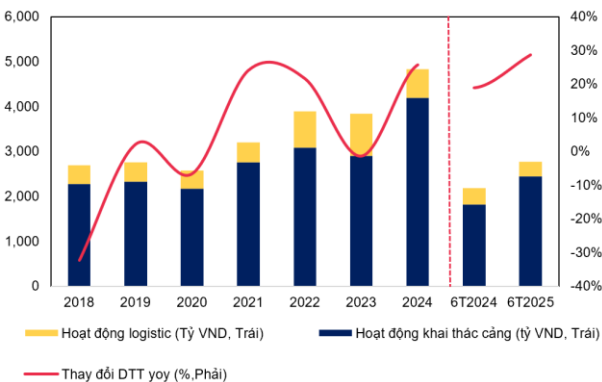
KẾT QUẢ KINH DOANH Q2 và 6T2025

Hình 7: So sánh kết quả kinh doanh Q2/2025 và 6T2025 (Đơn vị: tỷ VND)

Chỉ số KQKD	Q2/2025	Sv quý trước (%)	svck (%)	6T2025	% svck	% sv dự phóng	Chú thích
Doanh thu	1,497	17.2%	30.1%	2,774	28.6%	54.4%	Doanh thu khai thác cảng duy trì đà tăng tích cực chủ yếu nhờ mức tăng tốt của sản lượng thông qua cảng Nam Đình Vũ, tăng 27.2% svck và 9% sq quý trước, khi nhu cầu từ các thị trường nội Á gia tăng nhờ nỗ lực đa dạng hóa thị trường để giảm phụ thuộc vào thị trường Mỹ.
- Khai thác cảng	1,309	15.0%	32.8%	2,447	33.8%	56.2%	
- Hoạt động logistic, thuê văn phòng, khác	188	35.8%	-3.8%	327	-8.8%	43.8%	
LN gộp	646	15.0%	26.9%	1,207	22.8%	51.2%	
- Khai thác cảng	572	14.1%	30.0%	1,074	33.5%	51.5%	Tỷ lệ SG&A/Doanh thu giảm 4.9điểm% svck và 2.9điểm% sq quý trước phản ánh hiệu quả hoạt động tốt hơn và nỗ lực kiểm soát chi phí của ban lãnh đạo trong bối cảnh môi trường kinh doanh còn nhiều bất ổn.
- Hoạt động logistic, thuê văn phòng, khác	74	22.5%	-3.8%	134	-25.3%	49.1%	
Biên LN gộp	43.1%	-0.8đ%	-2.8đ%	43.5%	-1.4đ%		
- Khai thác cảng	43.7%	-0.3đ%	-0.9đ%	43.9%	-0.1đ%		
- Hoạt động logistic, thuê văn phòng, khác	39.1%	-4.2đ%	-13.0đ%	40.9%	-9.0đ%		Thu nhập tài chính tăng gấp đôi svck chủ yếu đến từ lãi tiền gửi (chiếm 92% tổng thu nhập tài chính Q2) nhờ lãi suất bình quân tăng và số dư tiền mặt & đầu tư ngắn hạn tăng gấp đôi svck.
Chi phí BH & QLDN	205	-3.0%	-4.2%	417	14.6%		
Thu nhập tài chính	62	113.2%	108.0%	91	-207.8%	59.8%	
Chi phí tài chính	54	87.6%	17.0%	82	-3.1%	53.5%	
- Chi phí lãi vay	22	-18.1%	-38.3%	50	-31.0%	36.6%	Chúng tôi đánh giá nhờ nỗ lực xanh hóa chuỗi logistic trong nửa đầu năm 2025, doanh nghiệp thành công đàm phán các gói vay xanh của ngân hàng đối tác, từ đó giúp có lãi suất vay ưu đãi hơn. Động lực chính thúc đẩy LN từ DN LD, LK vẫn tới chủ yếu từ đóng góp từ LN của Gemalink tăng 104% svck. Tuy nhiên sản lượng thông qua cảng Gemalink trong Q2 chỉ tăng nhẹ 1.1% sq quý trước, do ảnh hưởng của front-loading đã giảm bớt và không kéo dài đến hết Q2 như kỳ vọng.
LN từ DN LD,LK	241	6.2%	31.6%	468	66.5%	48.0%	
LN trước thuế	677	16.2%	30.3%	1,261	2.7%	52.5%	
LN ròng	423	4.9%	27.9%	826	-7.2%	49.2%	

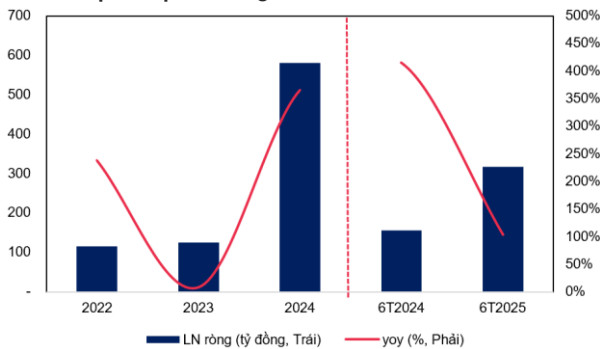
Nguồn: GMD, MBS Research

Hình 8: Cơ cấu doanh thu của GMD



Nguồn: MBS Research

Hình 9: Lợi nhuận từ cảng Gemalink



Nguồn: MBS Research

Điều chỉnh dự báo KQKD 2025-26 sau khi có kết quả từ đàm phán thuế quan

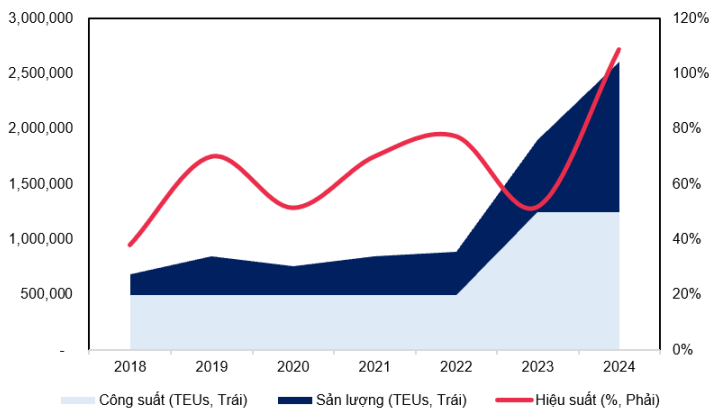
Các tiêu chí KQKD	2025F	% sv dự phóng cũ	%svck	2026	% sv dự phóng cũ	% svck	Chú thích
Doanh thu	5,194	-7.5%	7.5%	6,033	-5.3%	16.2%	
Bao gồm							
- Khai thác cảng	4,448	-6.7%	5.9%	5,280	-4.3%	18.7%	Chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng thông qua cảng Nam Đình Vũ 9.3% / 12.4% sv dự phóng trước để phản ánh tình hình thương mại thế giới sẽ âm đạm hơn kỳ vọng trong 2H2025 so với dự phóng trước. Tuy nhiên doanh thu duy trì đà tăng nhờ mức tăng giá dịch vụ khoảng 10% trong Q3/2025 và gia tăng hiệu quả của cảng Nam Đình Vũ trong 2025-26. Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu hoạt động logistic để phản ánh hiệu quả hoạt động thấp hơn dự kiến trong 1H2025.
- Hoạt động logistic, khác	746	-11.8%	18.2%	753	-11.8%	1.0%	
LN gộp	2,305	-17.1%	6.6%	2,712	-11.0%	17.7%	
- Khai thác cảng	2,036	-15.3%	3.7%	2,469	-8.2%	21.2%	
- Hoạt động logistic, khác	268	-29.0%	36.7%	243	-31.7%	-9.3%	
Biên LN gộp	44.4%	-5.2đ%	-0.4đ%	45.0%	-2.8đ%	0.6đ%	
- Khai thác cảng	45.8%	-4.6đ%	-1.0đ%	46.8%	-2.0đ%	1.0đ%	
- Hoạt động logistic, khác	36.0%	-8.7đ%	4.9đ%	32.3%	-9.3đ%	-3.7đ%	
Chi phí BH & QLDN	837	-25.9%	2.5%	919	-28.4%	9.8%	
% Chi phí BH & QLDN	16.1%	-4.5đ%	-0.8đ%	15.2%	-5.4đ%	-0.9đ%	Chúng tôi điều chỉnh giảm tỷ lệ SG&A để phản ánh nỗ lực kiểm soát chi phí tốt hơn kỳ vọng của GMD trong 6T2025.
Doanh thu tài chính	182	58.0%	-54.5%	138	5.2%	-24.2%	Doanh thu tài chính điều chỉnh tăng sv dự phóng cũ chủ yếu do số dư tiền & đầu tư ngắn hạn tăng mạnh svck và lãi suất bình quân tăng sv dự phóng trước.
Chi phí tài chính	155	-12.6%	3.0%	185	-7.4%	19.7%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	136	-16.8%	-2.1%	164	-11.8%	20.2%	Chúng tôi điều chỉnh giảm chi phí lãi vay do kỳ vọng những nỗ lực xanh hóa hệ thống của GMD sẽ giúp doanh nghiệp đạt được những khoản vay xanh từ ngân hàng đối tác, qua đó giúp chi phí lãi vay thấp hơn sv dự phóng trước.
LN từ các DN LD, LK	960	10.9%	17.7%	1,065	9.1%	10.9%	
- Gemalink	641	8.3%	19.4%	727	14.0%	13.4%	Chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng thông qua Gemalink 2.4%/10.9% để phản ánh xu hướng front-loading không kéo dài như dự kiến khi sản lượng 6T2025 không cao như kỳ vọng. Tuy nhiên điều chỉnh tăng giá dịch vụ trung bình tăng 4%/6% sv dự phóng cũ do kỳ vọng GMD sẽ tăng giá dịch vụ từ Q4/2025, qua đó giúp LN ròng Gemalink duy trì đà tăng trong 2025-26.
- CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS)	274	1.3%	9.0%	288	1.2%	5.4%	
- Khác	45	0.0%	64.9%	49	-7.7%	7.9%	
LN trước thuế	2,402	3.3%	16.5%	2,749	9.0%	14.4%	
LN sau thuế	2,199	3.3%	16.5%	2,516	9.0%	14.4%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	520	3.5%	16.6%	595	9.1%	14.4%	
Lợi nhuận công ty mẹ	1,679	3.3%	16.5%	1,922	8.9%	14.4%	Tổng kết lại, tuy điều chỉnh giảm sản lượng thông qua các cảng chính, nhưng nhờ tăng giá dịch vụ tại cảng Gemalink và nỗ lực kiểm soát chi phí của GMD, chúng tôi điều chỉnh tăng LNR tăng 3.3%/8.9% sv dự phóng cũ, và duy trì mức tăng tích cực trong 2025-26.
EPS (VNĐ/cp)	3,996	3.3%	16.5%	4,573	8.9%	14.4%	

Nguồn: MBS Research dự phóng

Doanh thu từ khu vực Hải Phòng duy trì đà tăng nhờ gia tăng lợi thế cạnh tranh

Chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng thông qua cảng Nam Đình Vũ lần lượt 9.3% / 12.4% so với dự phóng trước, sau điều chỉnh, sản lượng đạt khoảng 1,412,000 triệu TEU / 1,910,000 triệu TEU, tăng 3.9% / 35.3% svck, tương ứng với hiệu suất cảng đạt 74.3% / 100.5% trong giai đoạn 2025-2026. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu khai thác cảng lần lượt 6.7% / 4.3% so với dự phóng trước, sau điều chỉnh, doanh thu khai thác cảng tăng 5.9% / 18.7% svck trong giai đoạn 2025-2026, đạt khoảng 4,357 / 5,027 tỷ đồng.

Hình 9: Hiệu suất cảng Nam Đình Vũ trong giai đoạn 2018-2026F



Nguồn: MBS Research

Hình 10: Vị trí đoạn luồng thực hiện nâng cấp sau khi kênh Hà Nam tiếp tục tiến hành nạo vét



Nguồn: Báo giao thông

Đối với khu vực Hải Phòng, chúng tôi đánh giá doanh thu cảng Nam Đình Vũ sẽ duy trì đà tăng mạnh mẽ, bất chấp ảnh hưởng bởi thuế quan do: (1) tỷ trọng hàng hóa xuất nhập khẩu Mỹ chỉ chiếm hơn 10% (so với mức trung bình khoảng 12% của các cảng trong khu vực), (2) sản lượng nội Á sẽ gia tăng bù đắp lượng hàng hóa của Mỹ, khi các quốc gia này nỗ lực giảm tỷ trọng xuất khẩu sang thị trường Mỹ, (3) gia tăng sở hữu tại cảng cạnh Hải Minh gần đó, qua đó hỗ trợ cảng Nam Đình Vũ (kỳ vọng có thể giúp tăng thêm khoảng 100,000 TEU) và (4) nâng giá dịch vụ trung bình khoảng 10% từ T8/2025. Ngoài ra, GMD sẽ tiếp tục nạo vét kênh Hà Nam trong Q4/2025, đưa độ sâu kênh đạt 9.5m (so với độ sâu cũ vào khoảng 8.5m), cho phép lưu thông 2 chiều, qua đó nâng cao khả năng tiếp đón tàu của cảng Nam Đình Vũ, qua đó góp phần cải thiện lợi thế cạnh tranh của cảng trong năm 2026, đặc biệt khi dự án cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 bắt đầu đi vào hoạt động từ Q4/2025.

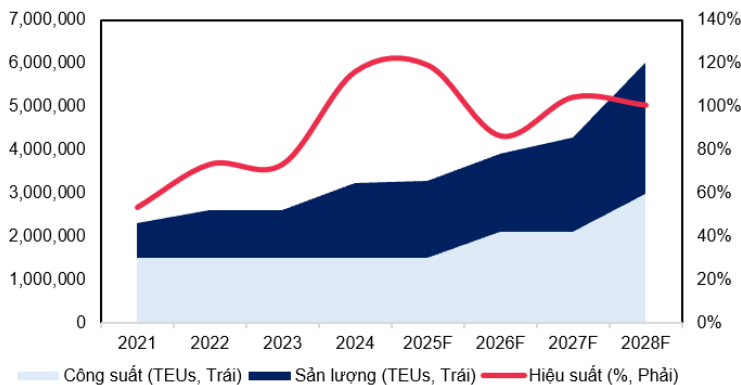
Cảng Gemalink đối mặt khó khăn trong ngắn hạn trước khi lấy lại đà tăng trưởng tích cực

Chúng tôi điều chỉnh tăng lợi nhuận ròng của Gemalink lần lượt 8.3% / 6.2% so với dự phóng trước, sau điều chỉnh, lợi nhuận ròng Gemalink đạt 641.3 tỷ đồng / 727.2 tỷ đồng, tăng 10.5%/13.4% svck trong giai đoạn 2025-26.

Với sản lượng thông qua cảng Gemalink, chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 2.4%/10.9% so với dự phóng trước, sau điều chỉnh sản lượng đạt khoảng 1,789,000 TEU / 1,815,000 TEU, tăng 2.5%/1.5% svck, chủ yếu do sản lượng 6T2025 không tăng mạnh như kỳ vọng khi tác động từ xu hướng front-loading không kéo dài như dự kiến. Tuy đối mặt với thách thức trong ngắn hạn từ tác động của thuế đối ứng của Mỹ nhưng chúng tôi đánh giá cảng Gemalink sẽ duy trì lợi thế cạnh tranh do: (1) Tỷ lệ hàng đi Mỹ chỉ chiếm khoảng 30%, thấp hơn

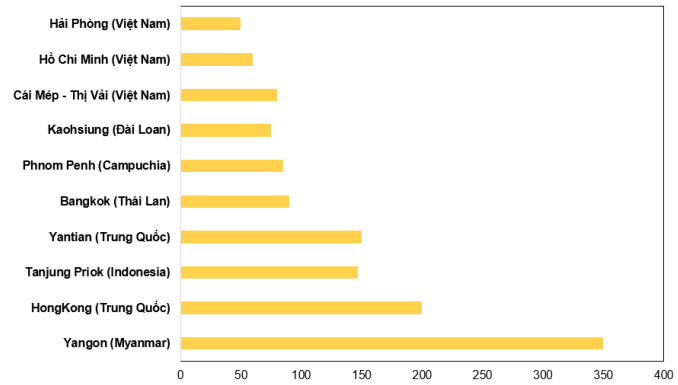
so với trung bình trong khu vực khoảng 55% và (2) GMD nỗ lực giảm phụ thuộc vào thị trường Mỹ qua việc mở rộng 4 tuyến dịch vụ mới sang các thị trường khác như Châu Âu, Canada, Úc,... Đối với giá dịch vụ trung bình, do còn nhiều dư địa tăng giá dịch vụ, khi chi phí bốc dỡ vẫn chỉ bằng 50-60% so với các cảng lớn trong khu vực, chúng tôi điều chỉnh tăng giá dịch vụ tại cảng Gemalink lần lượt 4% /6% svck, với kỳ vọng GMD sẽ tăng 10% giá dịch vụ bốc dỡ tại cảng này trong Q4/25.

Hình 11: Hiệu suất cảng Gemalink 2018-2026F



Nguồn: MBS Research

Hình 12: Chi phí bốc dỡ tại các cảng Việt Nam thấp hơn đáng kể so với các cảng lớn trong khu vực



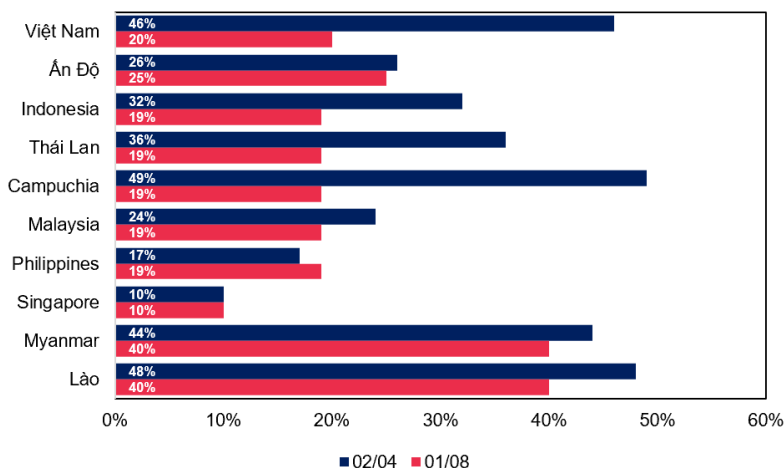
Nguồn: VPA, MBS Research

Tổng hợp KQKD các cảng sở hữu cùng KQKD của Gemalink, chúng tôi điều chỉnh tăng lợi nhuận ròng GMD thêm 3.3% / 8.9% so với dự phóng cũ, sau điều chỉnh, lợi nhuận ròng của GMD đạt 1,679.2 / 1,921,6 tỷ đồng, tăng 16.5%/14.4% svck trong 2025-2026.

Lợi thế cạnh tranh trung và dài hạn được duy trì nhờ mức thuế đối ứng cạnh tranh và phát triển các dự án hạ tầng hỗ trợ

Theo thông báo mới nhất từ tổng thống Donald Trump, Việt Nam thành công đàm phán và sẽ được giảm thuế đối ứng xuống 20% (từ mức 46% hồi T4/2025). Chúng tôi đánh giá mức thuế này sẽ giúp các mặt hàng xuất khẩu chính của Việt Nam duy trì lợi thế cạnh tranh tại thị trường Mỹ khi các nước đối thủ trực tiếp với Việt Nam như Ấn Độ chịu mức thuế cao hơn hay các nước trong khu vực chịu mức thuế tương đương với Việt Nam.

Hình 13: Mức thuế đối ứng của các nước trong khu vực và đối thủ cạnh tranh trực tiếp với Việt Nam



Nguồn: The WHITE HOUSE, MBS Research

Ngoài ra để phát huy tối đa lợi thế cảng biển Việt Nam, việc phát triển hạ tầng hỗ trợ là yếu tố then chốt. Các tuyến đường cao tốc kết nối cảng nước sâu với các khu công nghiệp và kinh tế trọng điểm giúp giải quyết các nút thắt vận tải, giảm chi phí cho khách hàng, cải thiện hiệu quả kinh doanh cho các cảng nước sâu, trong đó chúng tôi đánh giá các cảng nước sâu như Gemalink và các cảng có vị trí cửa ngõ thuận lợi như Nam Đình Vũ sẽ được hưởng lợi trực tiếp. Ngoài ra, hiện GMD cùng SSA Marine đã gửi thư quan tâm đến dự án Cảng tổng hợp Cái Mép Hạ và Trung tâm logistics Cái Mép Hạ, mang tới cơ hội gia tăng năng lực cạnh tranh và hoàn thiện chuỗi logistics cho doanh nghiệp nếu GMD có thể trở thành chủ đầu tư của dự án này.

Hình 14: Các dự án hạ tầng hỗ trợ nâng cao vị thế các cảng của GMD

Khu vực	Dự án	Tiến độ	Mục đích
Hải Phòng	Đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng	Dự kiến khởi công T12/2025	(1) Kết nối bến cảng Lạch Huyện tại Hải Phòng với Hà Nội, cửa khẩu Lào Cai-Trung Quốc (2) Giảm tải cho tuyến đường bộ, tiết kiệm chi phí vận chuyển
	Đường nối Quốc lộ 5- Quốc lộ 10	Giai đoạn chuẩn bị đầu tư năm 2025, giai đoạn thực hiện dự án năm 2026 - 2029	Giúp kết nối các khu vực trong và ngoài thành phố, giảm áp lực giao thông cho khu vực cảng
Phía Nam	Trung tâm logistic Cái Mép Hạ	Đã có các đề xuất đầu tư từ các doanh nghiệp lớn	Hướng tới mục tiêu trở thành cảng cửa ngõ và trung chuyển tầm cỡ khu vực và thế giới, đồng thời là một khu thương mại tự do, hỗ trợ hoạt động các cảng biển khu vực Cái Mép - Thị Vải
	Tuyến đường Tỉnh lộ 991B	T6/2025	(1) Kết nối cảng biển nước sâu khu vực Bà Rịa -Vũng Tàu với trung tâm kinh tế tại khu vực Hồ Chí Minh (2) Giảm bớt áp lực lên các tuyến đường vận chuyển hiện có (3) Thu hút lượng hàng hóa dịch chuyển dần từ khu vực sông sang cảng nước sâu
	Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu	02/09/2025	
	Đường sắt Biên Hòa - Thị Vải - Vũng Tàu	Dự kiến cơ bản hoàn thành năm 2025 và đưa vào khai thác đồng bộ năm 2026	

Nguồn: MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	4,832	5,194	6,033
Giá vốn hàng bán	(2,291)	3,019	3,471
Lợi nhuận gộp	2,162	2,305	2,712
Chi phí BH&QLDN	(816)	(837)	(919)
LN từ HĐKD	1,345	1,468	1,793
EBITDA thuần	1,751	1,943	2,439
LN trước thuế & lãi vay	1,345	1,468	1,793
Thu nhập lãi	400	182	138
Chi phí tài chính	(150)	(155)	(185)
Thu nhập ròng khác	(349)	(53)	(62)
TN từ các Cty LK & LD	816	960	1,065
LN trước thuế	2,061	2,402	2,749
Thuế TNDN	(174)	203	233
Lợi nhuận sau thuế	1,887	2,199	2,516
Lợi ích cổ đông thiểu số	(446)	(520)	(595)
LN ròng về công ty mẹ	1,441	1,679	1,922
Chi trả cổ tức	(917)	(1,069)	(1,223)
Lợi nhuận giữ lại	524	611	699
Bảng cân đối kế toán	2024	2025F	2026F
Tiền và tương đương tiền	3,964	3,926	5,168
Đầu tư ngắn hạn	1,021	1,098	1,275
Phải thu khách hàng	599	733	814
Hàng tồn kho	83	74	107
Tổng tài sản ngắn hạn	6,676	6,538	8,186
Tài sản cố định	4,033	6,033	6,633
XDCB dở dang	1,717	1,845	2,143
BĐS đầu tư	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	1,674	1,255	1,458
Đầu tư vào Cty LD, LK	3,841	4,124	4,732
Phải thu dài hạn	45	48	56
Tổng tài sản dài hạn	11,310	13,523	15,022
Tổng tài sản	17,986	20,060	23,208
Vay & nợ ngắn hạn	422	593	689
Phải trả người bán	462	598	730
Phải trả ngắn hạn khác	382	623	724
Tổng nợ ngắn hạn	2,107	2,875	3,375
Vay & nợ dài hạn	1,745	2,300	2,800
Các khoản phải trả khác	116	260	302
Tổng nợ dài hạn	2,125	3,131	4,554
Tổng nợ	4,232	6,006	7,929
Vốn điều lệ	13,753	14,054	15,279
Thặng dư vốn cổ phần	3,920	4,038	4,038
Cổ phiếu quỹ	-	-	-
LN giữ lại	3,621	3,568	4,198
Các quỹ thuộc VCSH	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	13,753	14,054	15,279
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-
Tổng nợ và VCSH	17,986	20,060	23,208

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2024	2025F	2026F
LN trước thuế	2,080	2,402	2,749
Khấu hao	406	475	646
CP lãi vay đã trả	139	136	164
Các khoản điều chỉnh khác	-	-	-
Thay đổi VLD	136	12	19
LCTT từ HĐKD	1,647	3,015	3,936
Đầu tư TSCĐ	(1,598)	(2,475)	(1,246)
Thu từ TL TSCĐ và mua công cụ nợ	958	472	476
LCTT từ đầu tư	(1,495)	(2,141)	(1,334)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	3,059	62	-
Tiền vay ròng nhận được	744	726	596
Dòng tiền từ HĐTC khác	(524)	(631)	(733)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(917)	(1,069)	(1,223)
LCTT từ hoạt động TC	2,337	(912)	(1,360)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,472	3,964	3,926
LC tiền thuần trong năm	2,489	(39)	1,242
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	3,964	3,926	5,168
Các chỉ số cơ bản	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng doanh thu thuần	26%	7%	16%
Tăng trưởng EBITDA	16%	11%	26%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	21%	9%	22%
Tăng trưởng LN trước thuế	-34%	17%	14%
Tăng trưởng LN ròng	-36%	16%	14%
Tăng trưởng EPS	-36%	16%	14%
Biên LN gộp	45%	44%	45%
Biên EBITDA	36%	37%	40%
Biên LN ròng	30%	32%	32%
ROAE	16.1%	15.8%	17.2%
ROAA	12.0%	11.6%	11.6%
Vòng quay tài sản	0.31	0.27	0.28
Cổ tức chi trả/LN ròng	63.6%	63.6%	63.6%
Tổng nợ vay/VCSH	0.2	0.2	0.2
Nợ vay ròng/VCSH	(0.1)	0.0	0.0
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	(0.1)	0.0	0.0
Khả năng thanh toán lãi vay	12.6	14.2	14.9
Số ngày phải thu	45	47	47
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	10	10	10
Số ngày phải trả tiền bán	37	37	40
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3.2	2.3	2.4
Khả năng thanh toán nhanh	1.8	1.3	1.5
Khả năng thanh toán tiền mặt	2.5	1.9	2.0
Định giá			
EPS (đồng/cp)	3,430	3,996	4,573
BVPS (đồng/cp)	32,731	33,447	36,361
P/E (lần)	16.6	14.3	12.5
P/B (lần)	1.7	1.7	1.6

Nguồn: GMD, MBS dự phóng

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN - Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP - Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN - Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu
Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng
Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường
Ngô Quốc Hưng
Nguyễn Phú Cường
Đinh Hà Anh
Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính
Đinh Công Luyện
Phạm Thị Thanh Hương

Bất động sản – KCN - VLXD
Nguyễn Minh Đức
Lê Hải Thành
Phạm Thị Thanh Huyền

Công nghiệp – Năng lượng
Nguyễn Hà Đức Tùng
Mai Duy Anh

Dịch vụ - Tiêu dùng
Nguyễn Quỳnh Ly