

CTCP GEMADEPT (HSX: GMD)

Lửa thử vàng, gian nan thử sức

Sử dụng phương pháp tổng các thành phần (SoTP), chúng tôi xác định giá mục tiêu cho GMD là **71.000 VNĐ/cổ phiếu**, cùng với cổ tức **2.000 VNĐ/cổ phiếu**, tương đương tỷ suất sinh lời kỳ vọng là 26%, dựa trên giá đóng cửa ngày 24/07/2025. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với GMD.

- Sản lượng khai thác tại hai cảng chính tăng trưởng kép hai chữ số nhờ mở rộng quy mô hạ tầng cảng, đón đầu xu hướng mở rộng giao thương và tiến sâu vào chuỗi cung ứng của Việt Nam.**
 - Nam Đình Vũ (NĐV):** Sản lượng container dự báo tăng trưởng kép 10%. Dự địa tăng trưởng lớn khi giai đoạn 3 đi vào vận hành, tuy nhiên tốc độ lắp đặt công suất có thể chậm hơn giai đoạn trước do mức độ cạnh tranh tại Hải Phòng ngày càng cao.
 - Gemalink (GML):** Năm 2025, sản lượng dự kiến tăng trưởng nhẹ 2% YoY từ mức nền cao của cùng kỳ do nhu cầu nhập khẩu trước thuế đối ứng và đa dạng hóa thị trường giúp giảm tác động từ thị trường Mỹ. Giai đoạn 2A và 2B dự kiến đi vào khai thác lần lượt vào năm 2027 và 2030, mở ra dự địa tăng trưởng lớn. Giai đoạn 2025–2029, sản lượng ước tăng trưởng kép 11%.
- Doanh thu của GMD dự báo CAGR 9% giai đoạn 2025 – 2029 nhờ lĩnh vực xếp dỡ container**
 - Hoạt động xếp dỡ container:** CAGR dự báo đạt 11% bởi sản lượng tại Hải Phòng và phía Nam tiếp tục tăng trưởng. Trong khi giá dịch vụ được dự báo tăng theo tỷ giá USD/VND.
 - Hoạt động logistics:** Dự báo đạt 750 tỷ đồng (+18% YoY) cho năm 2025 nhờ hoạt động thuê tàu tích cực. Chúng tôi giả định doanh thu logistics đi ngang trong giai đoạn 2025 – 2029 bởi hoạt động cho thuê tàu ổn định với giá cước 9.000 USD/ngày.
- Biên lợi nhuận ròng duy trì ở mức 30% cho giai đoạn dự phóng. Dù biên gộp giảm nhẹ do chi phí khấu hao tăng từ cảng NĐV giai đoạn 3, nhưng được bù đắp bởi đóng góp từ SCS và GML.**

Dự phóng cho năm 2025, doanh thu và LNST-CĐM lần lượt đạt 5.075 tỷ đồng (+5% YoY) và 1.595 tỷ đồng (+10% YoY). EPS tương ứng là 3.7097 VNĐ. Loại trừ lợi nhuận/chi phí đột biến từ thanh lý cảng của năm 2024, chi phí trích lập dự phòng 412 tỷ đồng cho dự án cao su, và đền bù 147 tỷ đồng cho hãng tàu sau bão Yagi, LNST dự phóng năm 2025 ước tính tăng 5% YoY.

Rủi ro đối với khuyến nghị (xem thêm tại trang 44)

- Rủi ro giảm giá:** Căng thẳng Mỹ - Trung leo thang có thể khiến lưu lượng hàng hóa toàn cầu sụt giảm. Dự án mở rộng GML giai đoạn 2 có thể tiếp tục chậm triển khai và SCS không được quyền khai thác tại sân bay Long Thành.
- Rủi ro tăng giá:** Đề xuất nâng khung giá xếp dỡ container tại cảng nước sâu và phê duyệt khu thương mại tự do tại hai khu vực Hải Phòng và Cái Mép - Thị Vải.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Doanh thu thuần	3.206	3.898	3.846	4.832	5.075	5.366
Tăng trưởng (%)	23,1%	21,6%	-1,3%	25,6%	5,0%	5,7%
EBITDA	1.094	1.423	1.501	1.715	1.765	1.763
LNST	612	994	2.251	1.455	1.595	1.619
Tăng trưởng (%)	65,0%	62,4%	126,4%	-35,3%	9,6%	1,5%
Biên ròng (%)	19,1%	25,5%	58,5%	30,1%	31,4%	30,2%
ROA (%)	5,7%	7,6%	16,6%	8,1%	8,7%	8,4%
ROE (%)	9,7%	14,4%	26,2%	11,8%	12,2%	11,8%
EPS cơ bản (VNĐ)	2.031	3.298	7.357	3.516	3.797	3.854
GTSS (VNĐ)	20.967	22.981	28.050	29.909	31.108	32.653
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	1.200	2.000	2.200	2.000	2.000	2.000
P/E (x)	25,31	14,96	9,78	19,78	18,69	18,41
P/BV (x)	2,3	2,0	2,5	2,2	2,3	2,2

Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 24/07/2025.

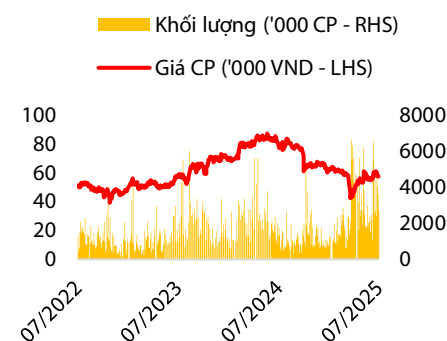
MUA 26%

Giá thị trường (VNĐ)	57.900
Giá mục tiêu (VNĐ)	71.000

Cổ tức tiền mặt trong vòng 12 tháng 2.000 VNĐ

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Cảng biển
Vốn hóa (tỷ đồng)	24.287
SLCPDLH (triệu cp)	420,2
Beta	1,1
Free Float (%)	85
Giá cao nhất 52 tuần	68.743
Giá thấp nhất 52 tuần	40.841
KLGD bình quân 20 phiên	3.073



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
GMD	17,3	-8,3	29,4
VN30 Index	25,5	27,2	41,5
VN-Index	23,0	20,5	28,9

Cổ đông lớn (%)

SSJ Consulting	7,17
KIM	5,99
ETF Dragon Capital	3,86
Ban lãnh đạo	2,43
Khác	80,55
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	8,46

Quản Cao

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 2223

quan.cn@vdsc.com.vn

ĐỊNH GIÁ

ĐỊNH GIÁ HOẠT ĐỘNG CẢNG VÀ LOGISTICS – CÔNG TY MẸ VÀ CÁC CÔNG TY CON

Giả định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2025	12,9%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	20,0%	Dòng tiền tự do ở hiện tại	13.232
Chi phí vốn chủ sở hữu	15%	+ Tiền mặt và Đầu tư tài chính ngắn hạn	3.728
Lãi suất phi rủi ro	3%	- Nợ vay	1.831
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	12%	Giá trị vốn chủ sở hữu	15.128
Beta	1,0		
Exit EV/EBITDA	9,0x		

Bảng 1: Độ nhạy cho Giá trị hợp lý vốn cổ phần (Tỷ đồng)

		Exit EV/EBITDA				
		7	8	9	10	11
WACC	10,9%	13.580	14.905	16.230	17.555	18.880
	11,9%	13.122	14.394	15.666	16.938	18.209
	12,9%	12.686	13.907	15.128	16.350	17.571
	13,9%	12.270	13.443	14.616	15.789	16.962
	14,9%	11.873	13.000	14.127	15.255	16.382

ĐỊNH GIÁ CỦA GEMALINK – CÔNG TY LIÊN DOANH, LIÊN KẾT

Giả định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2025	12,9%	Thời gian dự phóng DCF	10 năm
Thuế suất hiệu quả	20,0%	Dòng tiền tự do ở hiện tại	18.324
Chi phí vốn chủ sở hữu	15%	+ Tiền mặt và Đầu tư tài chính ngắn hạn	579
Lãi suất phi rủi ro	3%	- Nợ vay	4.050
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	12%	Giá trị vốn chủ sở hữu	14.852
Beta	1,0		
Exit EV/EBITDA	10,0x		

Bảng 2: Độ nhạy cho Giá trị hợp lý vốn cổ phần (Tỷ đồng)

		Exit EV/EBITDA				
		8	9	10	11	12
WACC	10,9%	15.026	16.530	18.035	19.540	21.044
	11,9%	13.610	14.991	16.372	17.753	19.134
	12,9%	12.315	13.584	14.852	16.121	17.389
	13,9%	11.130	12.296	13.462	14.628	15.794
	14,9%	10.044	11.116	12.189	13.261	14.334

ĐỊNH GIÁ CỦA SCS – CÔNG TY LIÊN DOANH, LIÊN KẾT

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

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

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

Bảng 3: Tóm tắt giá trị VCSH của SCS (Tỷ đồng)

Kịch bản định giá	Giá trị VCSH	Tỷ trọng	Giá trị VCSH bình quân
Kịch bản 1 – Không tham gia vào LTIA	6.149	50%	3.075
Kịch bản 2 – Tham gia vào LTIA	10.128	50%	5.064
Tổng			8.139

Nguồn: CTCK Rông Việt

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Triển vọng ngắn hạn của GMD đang được đặt nhiều “dấu hỏi” bởi bối cảnh thương mại toàn cầu bất định dưới nhiệm kỳ thứ hai của Tổng thống Donald Trump và áp lực cạnh tranh gia tăng với sự gia nhập của bốn bến cảng mới tại Lạch Huyện trong năm 2025. Đây được xem là bài kiểm tra khả năng vượt qua biến động của GMD. Với lợi thế vị trí chiến lược tại hai cụm cảng trọng điểm (Hải Phòng và Cái Mép – Thị Vải), cùng năng lực duy trì quan hệ đối tác tốt với các hãng tàu, GMD có nền tảng vững chắc để vượt qua khó khăn ngắn hạn.

Trong trung và dài hạn, dư địa tăng trưởng vẫn rất lớn, với động lực chính đến từ dự án mở rộng Gemalink giai đoạn 2 – “hạt nhân” cho hành trình vươn tới những cột mốc phát triển mới.

Sử dụng phương pháp tổng các thành phần (SoTP), giá mục tiêu cho GMD là **71.000 VNĐ/cổ phiếu**, cùng với cổ tức **2.000 VNĐ/cổ phiếu**, tương đương tỷ suất sinh lời kỳ vọng là 26%, dựa trên giá đóng cửa ngày 24/07/2025. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với GMD.

Bảng 4: Tổng hợp định giá theo phương pháp tổng các thành phần

Tài sản	Phương pháp định giá	Giá trị VCSH	Tỷ lệ sở hữu của GMD	Giá trị đóng góp
Công ty mẹ và công ty con				16.226
Cảng và Logistics	FCFF	15.128	100%	15.128
Cao su	Giá trị sổ sách	1.098	100%	1.098
Công ty liên doanh, liên kết				13.548
SCSC	FCFF	8.139	36,24%	2.950
CJ GMD Logisitcs	Giá trị sổ sách	858	49,10%	421
CJ GMD Shipping	Giá trị sổ sách	332	51,00%	169
Gemalink	FCFF	14.852	65,13%	9.673
Khác	Giá trị sổ sách	335		335
Tài sản khác				39
Các khoản đầu tư khác	Giá trị sổ sách	39	100%	39
Tổng giá trị				29.812
Số lượng CPLH (triệu CP)				420
Giá mục tiêu				71.000

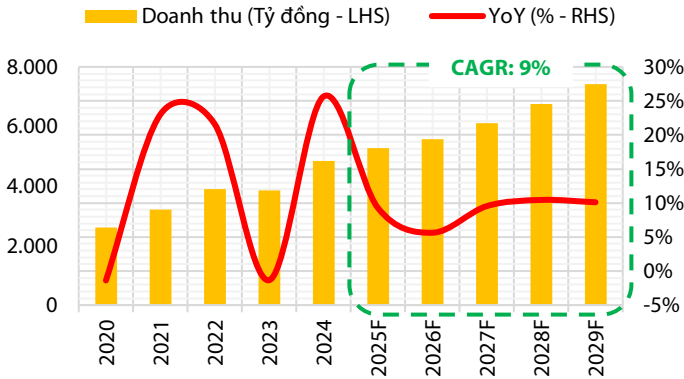
Nguồn: CTCK Rông Việt

MỤC LỤC BÁO CÁO	
A. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025 – 2029	Trang 4
B. PHỤ LỤC 1 – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025 – 2020	Trang 14
C. PHỤ LỤC 2 – CÁC CÔNG TY TƯƠNG ĐỒNG TRONG NGÀNH CẢNG BIỂN	Trang 15
D. PHỤ LỤC 3 – PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP	Trang 17
1. Tổng quan doanh nghiệp	Trang 17
2. Mô hình hoạt động	Trang 21
3. Lĩnh vực kinh doanh	Trang 22
E. PHỤ LỤC 4 – TRIỂN VỌNG CỦA CÔNG TY CON	Trang 25
1. Khai thác cảng biển	Trang 25
2. Trồng rừng cao su	Trang 27
F. PHỤ LỤC 5 – TRIỂN VỌNG CỦA CÔNG TY LIÊN DOANH, LIÊN KẾT	Trang 28
1. CTCP Dịch vụ hàng hóa Sài Gòn (HSX: SCS)	Trang 28
2. CTCP Cảng Cái Mép Gemadept – Terminal link (Gemalink)	Trang 28
G. PHỤ LỤC 6 – TRIỂN VỌNG NGÀNH CẢNG BIỂN	Trang 32
H. PHỤ LỤC 7 – VAI TRÒ CỦA VIỆT NAM TRONG CHUỖI CUNG ỨNG TOÀN CẦU	Trang 37
I. PHỤ LỤC 8 – NĂNG LỰC CẠNH TRANH CỦA GMD TẠI HAI KHU VỰC CẢNG BIỂN CHÍNH CỦA VIỆT NAM	Trang 41
J. PHỤ LỤC 9 – RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ	Trang 44
K. PHỤ LỤC 10 – GIÁ CƯỚC XẾP DỠ THEO THÔNG TƯ 39/2023/TT-BGTVT	Trang 45

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG (Quay lại Mục lục)

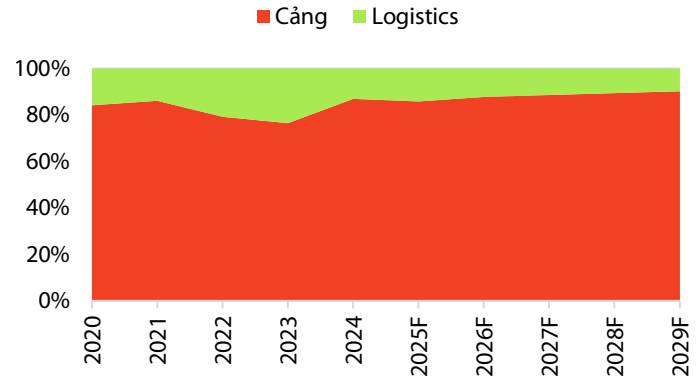
Doanh thu: Trong giai đoạn dự phóng, doanh thu của GMD duy trì xu hướng tăng trưởng tích cực, dẫn dắt bởi lĩnh vực khai thác cảng – đặc biệt là xếp dỡ container tại hai trọng điểm Hải Phòng và TP.HCM/Bình Dương. Mặc dù tốc độ tăng trưởng có phần giảm tốc so với giai đoạn 2020–2024, cơ cấu doanh thu được củng cố bởi nền tảng cảng cốt lõi và một phần hồi phục từ mảng logistics – vận tải tàu định hạn. Doanh thu được dự báo tăng trưởng kép 9%, tương ứng đạt 5.075 tỷ đồng vào năm 2025 và 7.200 tỷ đồng vào năm 2029.

Hình 1: Dự phòng doanh thu của GMD



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Tỷ trọng doanh thu theo lĩnh vực kinh doanh



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Lĩnh vực xếp dỡ container: Hệ thống cảng biển của GMD tập trung tại hai khu vực là Hải Phòng và TP.HCM đóng góp tỷ trọng lên tới 97% doanh thu xếp dỡ container.

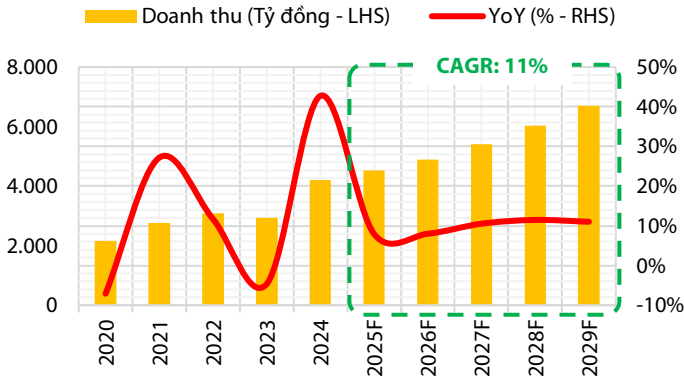
- **Doanh thu từ khu vực Hải Phòng:** Doanh thu tại Hải Phòng đạt mức tăng trưởng kép 24% trong giai đoạn 2020–2024, được thúc đẩy bởi việc dồn nguồn lực về hạ lưu sông Cấm và mở rộng quy mô với dự án NĐV giai đoạn 1&2.

Giai đoạn 2025–2029, doanh thu cảng NĐV dự báo duy trì tăng trưởng kép khoảng 12%, từ 2.300 tỷ đồng năm 2025 lên 3.612 tỷ đồng năm 2029. Đà tăng trưởng sẽ chậm lại khi các cảng nước sâu mới tại Lạch Huyện đi vào hoạt động ([xem thêm tại trang 25](#)).

- Sản lượng container của NĐV dự báo tăng trưởng kép 10%, đạt 1,4 triệu TEU vào năm 2025 và 2,1 triệu TEU vào năm 2029. Sản lượng giảm tốc so với giai đoạn 2020 – 2024, do MSC – đối tác của PHP tại cảng nước sâu HTIT (Lạch Huyện bến 3&4) sẽ từng bước chuyển dần ba tuyến dịch vụ/tuần từ NĐV sang HTIT.
- Chúng tôi giữ nguyên mức phí xếp dỡ hiện tại ở cảng NĐV để bảo toàn lợi thế cạnh tranh. Giá xếp dỡ của GMD đang cao hơn so với các đối thủ tại Hải Phòng bởi sở hữu những ưu điểm về địa thế, với thiết bị được đầu tư mới, hiện đại hơn. Đơn giá niêm yết bằng USD, chúng tôi giả định giá bình quân tăng 2%/năm dựa theo với xu hướng tăng tỷ giá USD/VND.
- **Doanh thu từ cụm cảng Bình Dương và Phước Long PIP:** Doanh thu cụm cảng đạt tăng trưởng kép 13% trong giai đoạn 2020–2024, nhờ hưởng lợi từ sự phát triển của cảng GML và mức giá sàn của dịch vụ xếp dỡ được điều chỉnh tăng 10% theo Thông tư 39/2023/TT-BGTVT. Trong giai đoạn dự phóng, tăng trưởng dự kiến duy trì với CAGR khoảng 9%, tương ứng đạt 1.980 tỷ đồng vào năm 2025 và 2.800 tỷ đồng vào năm 2029 ([xem thêm tại trang 26](#)).
- Cụm cảng đóng vai trò trung chuyển giữa các KCN phía Nam và cảng GML, trước khi được xuất khẩu sang Mỹ và EU, do đó sản lượng tăng trưởng đồng pha với GML. Dự báo tốc độ tăng trưởng kép đạt 7%, mức này chậm hơn so với GML do chỉ hưởng lợi gián tiếp và đã khai thác gần 90% công suất thiết kế (sản lượng đạt 1.360 nghìn TEU vào năm 2024 và công suất thiết kế là 1.550 nghìn TEU/năm).
- Mặc dù có chức năng trung chuyển nội địa nhưng hàng container phần lớn xuất khẩu sang thị trường Mỹ và EU, nên phí xếp dỡ tại cụm cảng được niêm yết bằng VND và đang áp dụng tương

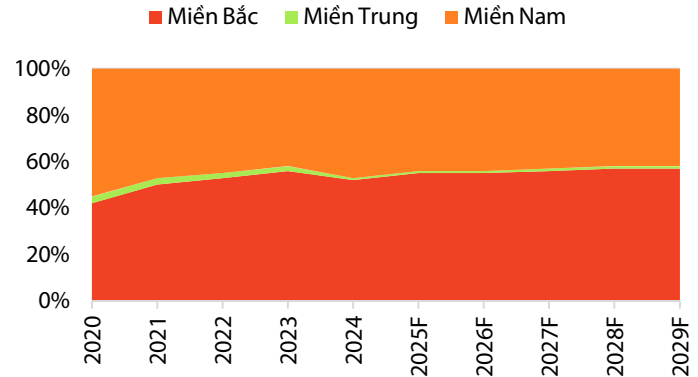
đương mức sàn cho hàng XNK theo Thông tư 39/TT-BGTVT. Vì vậy, chúng tôi giả định giá bình quân sẽ đi ngang trong giai đoạn dự phóng bởi không thay đổi theo tỷ giá USD/VND.

Hình 3: Dự phòng doanh thu lĩnh vực xếp dỡ container



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Ước tính tỷ trọng doanh thu theo từng khu vực



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Lĩnh vực Logistics: Các công ty con của GMD cung cấp ba dịch vụ chính: phân phối hàng hóa, vận tải biển – thủy nội địa và cho thuê tàu định hạn. Trước năm 2018, doanh thu lĩnh vực logistics đóng góp tỷ trọng trên 50%, nhưng đã giảm về mức khoảng 15% trong giai đoạn 2018–2024 sau khi GMD thoái vốn lĩnh vực này cho Tập đoàn CJ Group. GMD đã chuyển nhượng 49% cổ phần tại công ty con là Gemadept Shipping (tỷ lệ quyền biểu quyết còn lại là 50%) và 51% của Gemadept Logistics (tỷ lệ quyền biểu quyết còn lại là 49%) cho đối tác CJ Group với tổng giá trị 1.800 tỷ đồng. Ngoài giá trị tiền mặt mang lại, thương vụ này giúp GMD tinh gọn mô hình hoạt động, tập trung vào mảng khai thác cảng cốt lõi, cải thiện hiệu quả hoạt động và biên lợi nhuận ([xem thêm tại trang 19](#)).

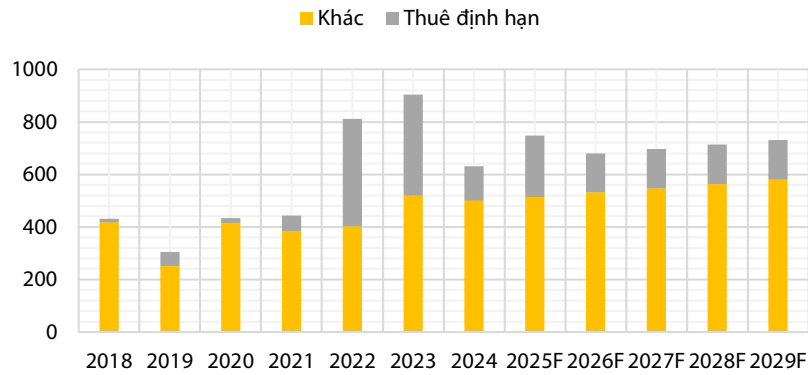
Trong giai đoạn 2020 – 2024, doanh thu cho thuê tàu của GMD biến động đáng kể do chịu ảnh hưởng trực tiếp từ diễn biến giá cước thuê tàu định hạn ([xem thêm tại trang 23](#)).

- Năm 2022, doanh thu tăng mạnh 83% YoY, đạt 812 tỷ đồng, nhờ mức giá thuê cao khi hai tàu Pride Pacific và Green Pacific được cho thuê lần lượt ở mức 30.000 USD/ngày và 26.200 USD/ngày.
- Tuy nhiên, bước sang năm 2024, do suy thoái kinh tế toàn cầu khiến nhu cầu vận tải giảm, giá thuê hai tàu trên sụt giảm khoảng 70% so với mức cũ, kéo theo doanh thu logistics giảm còn 632 tỷ đồng (-28% YoY).

Các mảng logistics còn lại như phân phối hàng hóa và vận tải thủy nội địa ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép ổn định nhưng khiêm tốn, khoảng 3% trong giai đoạn 2018 – 2024. Chúng tôi dự phóng lĩnh vực này sẽ tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định 3% trong giai đoạn 2025 – 2029.

Năm 2025, doanh thu cho thuê định hạn dự phóng đạt 230 tỷ đồng (+76% YoY), nhờ hai tàu được tái ký hợp đồng với mức giá cao và thời gian cho thuê kéo dài hơn, giá cước cao hơn 45% so với hợp đồng trước đó, có thời hạn một năm. Giai đoạn 2026 – 2029, chúng tôi giả định GMD tiếp tục cho thuê hai tàu với mức giá trung bình 9.000 USD/ngày – tương đương bình quân giai đoạn 2014 – 2024. Dự báo này phản ánh quan điểm thận trọng về áp lực cung vượt cầu trong dài hạn của thị trường vận tải biển và đội tàu của GMD cũng đã lớn tuổi.

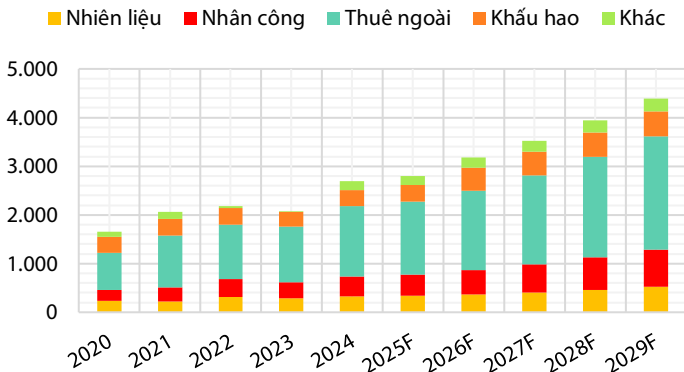
Hình 5: Dự phóng doanh thu lĩnh vực Logistics (Tỷ đồng)



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

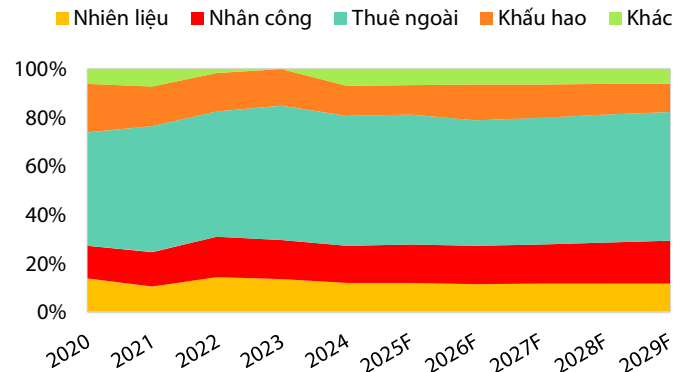
Cơ cấu chi phí sản xuất: Các chi phí chiếm tỷ trọng phí lớn nhất trong cơ cấu giá vốn của GMD là dịch vụ thuê ngoài, chi phí nhân công và khấu hao TSCĐ, lần lượt đạt 53%, 15% và 12%. Chi phí thuê ngoài nhằm phục vụ các hoạt động cốt lõi của cảng, GMD thuê đội tàu sông nội địa để phục vụ lai dắt, hoa tiêu, dẫn lối cho khách hàng vào cảng và thuê xe nâng, xe đầu kéo vận chuyển container từ bến tàu đến bãi, cảng cạn. Hai yếu tố biến phí là dịch vụ mua ngoài và nhân công biến động thấp, chiếm tỷ trọng lần lượt là 30% và 8% tổng doanh thu của GMD. Chúng tôi cho rằng, GMD sẽ duy trì tỷ lệ biến phí ổn định như trong quá khứ. Về định phí, từ năm 2026, chi phí khấu hao của GMD sẽ tăng thêm khi đưa cảng ĐNV giai đoạn 3 vào khai thác. Do đó, dự phóng giá vốn sản xuất của GMD đạt 2.800 tỷ đồng vào năm 2025 và 4.400 tỷ đồng vào năm 2029, tương đương với tốc độ tăng trưởng kép 12% trong giai đoạn 2025 – 2029.

Hình 6: Chi phí sản xuất của GMD (Tỷ đồng)



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Cơ cấu chi phí sản xuất của GMD



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

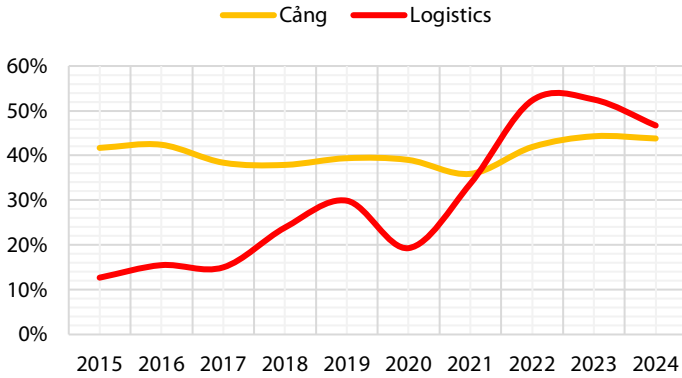
Biên lợi nhuận gộp: Dựa trên dự phóng về giá vốn sản xuất, lợi nhuận gộp của GMD được dự báo đạt 2.270 tỷ đồng vào năm 2025 và 2.800 tỷ đồng vào năm 2029, tương đương CAGR 5,5% trong giai đoạn dự phóng. Với tốc độ tăng trưởng nhanh về giá vốn cao hơn so với doanh thu do chi phí khấu hao tăng lên mạnh trong năm 2026, biên gộp của GMD có xu hướng giảm nhẹ trong giai đoạn dự phóng nhưng duy trì ổn định khoảng 40%. Biên gộp ít biến động hơn giai đoạn trước bởi dự phóng giá cho thuê tàu duy trì ổn định.

Hoạt động cảng: Biên lợi nhuận gộp duy trì ổn định ở mức cao, trung bình khoảng 40% trong 10 năm qua. Đây là đặc điểm điển hình của ngành cảng, nơi rào cản gia nhập lớn đối thủ cạnh tranh mới xuất hiện với tần suất thấp, góp phần giữ vững mức biên gộp cao cho các doanh nghiệp trong ngành.

Hoạt động Logistics: Trong giai đoạn 2020–2023, biên lợi nhuận gộp của GMD dao động mạnh trong khoảng 19%–52%, phản ánh tính biến động cao của lĩnh vực này do phụ thuộc lớn vào giá cước vận tải và hình thức khai thác tàu, sự khác biệt về chi phí giữa hai hình thức vận tải/cho thuê cũng rất lớn.

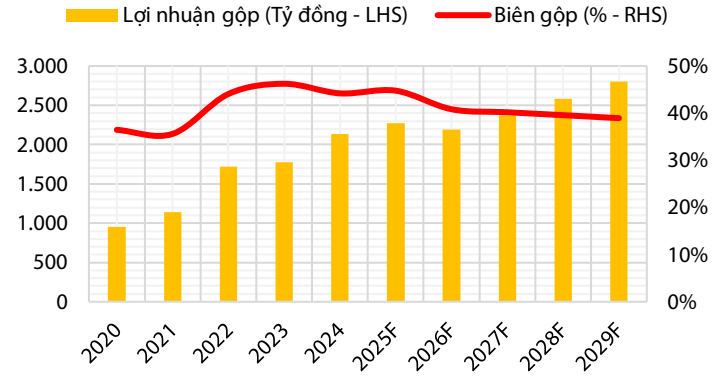
Hoạt động cho thuê định hạn có biên gộp cao hơn đáng kể so với tự vận hành, do giá vốn chủ yếu gồm chi phí thuyền viên và khấu hao, không bao gồm nhiên liệu – yếu tố thường chiếm 30–40% doanh thu vận tải. Nhờ đó, biên gộp cho thuê định hạn thường đạt mức 60–70%.

Hình 8: Biên gộp theo lĩnh vực kinh doanh trong quá khứ (%)



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

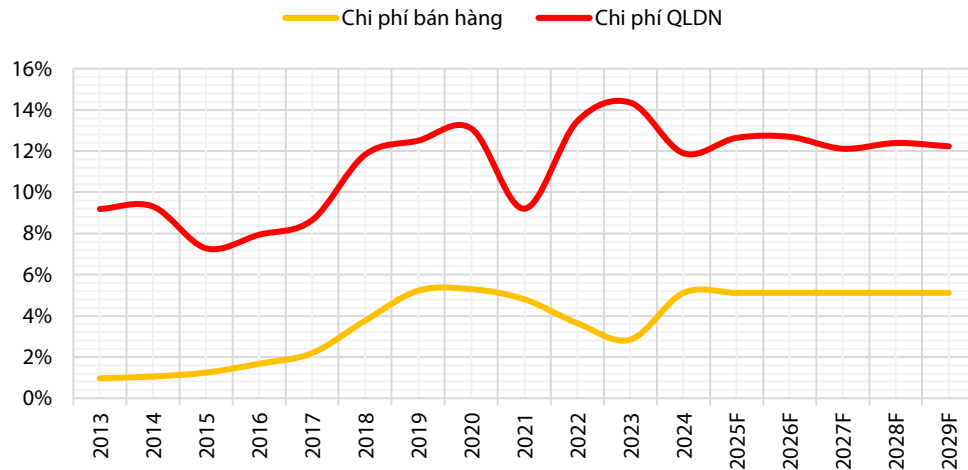
Hình 9: Lợi nhuận gộp của GMD



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A): Trong 5 năm gần đây, tỷ lệ SG&A của GMD duy trì ổn định trong khoảng 17% – 18% doanh thu thuần. Giai đoạn 2022–2023 ghi nhận chi phí mua ngoài và chi phí tiền mặt tăng đột biến, chiếm tới 7% doanh thu, được BLĐ xác định là khoản chi không thường xuyên. Qua năm 2024, nhóm chi phí này đã trở lại mức bình thường, chiếm khoảng 5% doanh thu thuần. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ chi phí SG&A sẽ ổn định trong biên độ 17%–18% trong các năm tới.

Hình 10: Tỷ lệ SG&A/Doanh thu thuần (%)



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận từ liên doanh liên kết

Công ty liên doanh, liên kết đóng vai trò quan trọng trong hoạt động kinh doanh của GMD. Trong đó, **CTCP dịch vụ hàng hóa Sài Gòn (HSX: SCS)** và **CTCP Cảng Cái Mép Gemadept – Terminal Link (Gemalink)** là hai trụ cột đóng góp vào KQKD của GMD, tương ứng với tỷ lệ lợi ích lần lượt là 36,24% và 65,13% (GMD sở hữu 50% tỷ lệ quyền biểu quyết nên GML được phân loại là công ty liên doanh, liên kết).

- Trong giai đoạn 2020–2024, SCS được xem là “gà đẻ trứng vàng” của GMD, với biên lợi nhuận ròng duy trì ở mức rất cao, trung bình đạt 67%. LNST tăng trưởng kép 11%/năm, từ 464 tỷ đồng năm 2020 lên 693 tỷ đồng vào năm 2024, cùng với mức chi trả cổ tức tiền mặt ổn định từ 5.000–

8.000 đồng/cổ phiếu. Khoản đầu tư này mang lại dòng tiền đều và đóng góp trung bình 20% vào LNST của GMD.

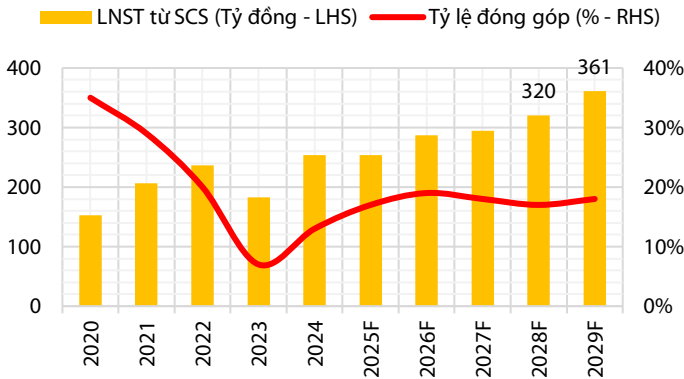
Từ năm 2027, khi sân bay Long Thành đi vào hoạt động, lợi nhuận của SCS có thể biến động nếu không được tham gia quản lý tại LTIA. Tuy nhiên, với năng lực khai thác hàng hóa hàng không vượt trội, chúng tôi giả định SCS sẽ được tham gia vận hành và lợi nhuận đóng góp giai đoạn dự phóng duy trì quanh mức 18%. ([xem tại trang 28](#))

- GML đóng vai trò “hạt nhân” trong chiến lược nâng tầm vị thế của GMD. Sau hơn ba năm vận hành, cảng đã khai thác vượt 115% công suất thiết kế nhờ lợi thế cạnh tranh vượt trội. Giai đoạn 2021 – 2024, sản lượng container ghi nhận mức tăng trưởng kép ấn tượng 29%, tương ứng tăng từ 1.150 nghìn TEU vào năm 2021 lên 1.730 nghìn TEU vào năm 2024, cao hơn so với tốc độ tăng trưởng của khu vực CMTV (CAGR 9%). Năm 2024, GML tăng trưởng bứt phá với LNST đạt 843 tỷ đồng, gấp 32 lần so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ sản lượng container tăng mạnh và điều chỉnh giá dịch vụ xếp dỡ tại cảng nước sâu.

Dự kiến GML giai đoạn 2A sẽ được khởi công vào Q4-FY25 và 2B khởi công khi 2A hoạt động được 80% công suất thiết kế với tổng mức đầu tư 300 triệu USD. Hai dự án sẵn sàng đưa vào khai thác lần lượt vào năm 2027 và 2030. Tổng công suất thiết kế của GML được tăng lên gấp 2 lần, từ 1.500 TEU/năm lên 3.000 triệu TEU/năm.

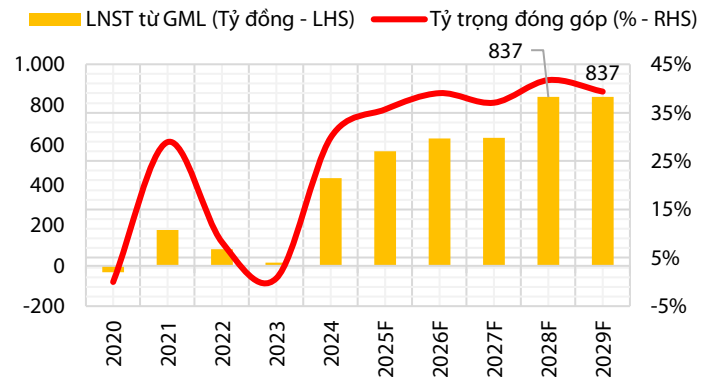
Chúng tôi dự phóng LNST của GML tiếp tục tăng trưởng kép 15%/năm trong 10 năm tới, được thúc đẩy bởi việc đưa giai đoạn 2 vào khai thác trong năm 2027 và 2030 theo kế hoạch của GMD. ([xem thêm tại trang 28](#)).

Hình 11: Tỷ trọng lợi nhuận từ SCS trong LNST của GMD



Nguồn: GMD, SCS, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Tỷ trọng lợi nhuận từ GML trong LNST của GMD



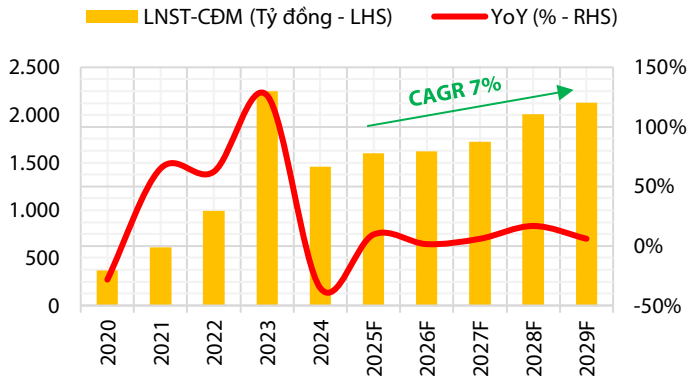
Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

LNST cổ đông công ty mẹ (LNST-CĐM): Trong giai đoạn 2020 – 2024, LNST-CĐM đạt tốc độ tăng trưởng kép 41% nhờ hoạt động kinh doanh của công ty liên kết có những bước đột phá như đã nêu phía trên. Ngoài ra, nổi bật trong giai đoạn này là hai thương vụ thoái vốn tại cảng Nam Hải Đình Vũ (NHĐV) và cảng Nam Hải vào năm 2023 và 2024, mang về tổng LNTT cho GMD 2.160 tỷ đồng ([xem thêm tại trang 19](#)).

Việc thoái vốn cảng NHĐV không chỉ mang tính chất một lần mà còn ảnh hưởng lâu dài đến biên lợi nhuận ròng của GMD. Hoạt động kinh doanh tại Hải Phòng được chuyển dịch về cảng NĐV – nơi GMD sở hữu 60% lợi ích, thấp hơn mức 85% tại NHĐV trước đây. Do đó, lợi ích cổ đông thiểu số trong LNST hợp nhất tăng mạnh, từ 13% năm 2022 lên khoảng 28% trong giai đoạn 2023–2024. Nhờ KQKD tích cực của hai công ty liên kết nên biên ròng của GMD vẫn được mở rộng.

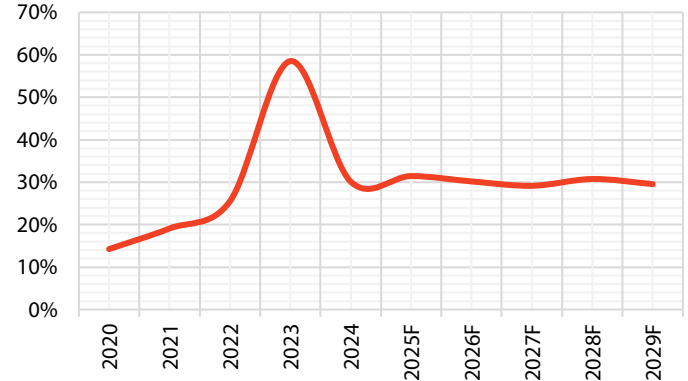
Trong giai đoạn 2025 – 2029, biên lợi nhuận ròng được dự báo duy trì ổn định ở mức 30%, LNST-CĐM đạt tốc độ tăng trưởng kép 7%.

Hình 13: LNST-CĐM của GMD



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Hình 14: Biên LNST-CĐM của GMD (%)



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Điểm nổi bật về tài sản

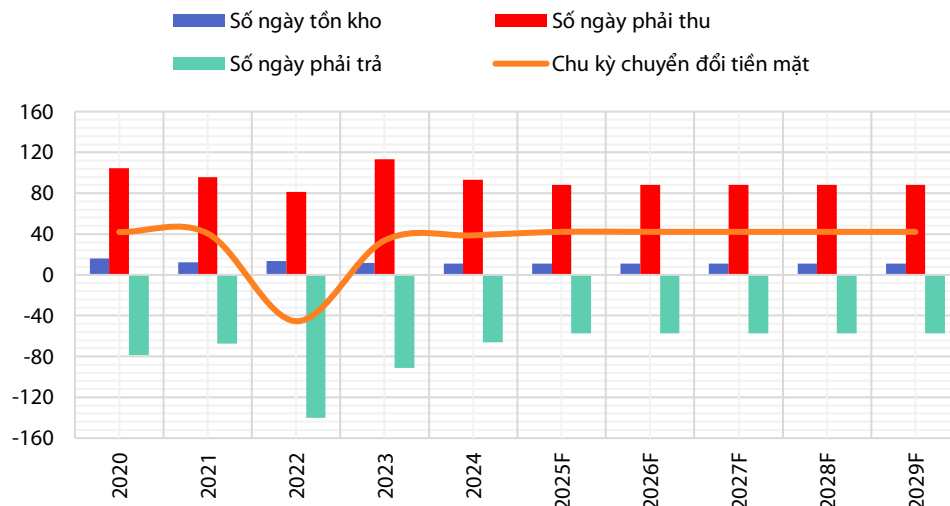
Vốn lưu động: Mô hình kinh doanh dịch vụ cảng giúp GMD không cần dự trữ hàng tồn kho lớn, với số ngày tồn kho duy trì ổn định trong khoảng 10–13 ngày. Tuy nhiên, số ngày phải thu của GMD khá cao, trung bình 110 ngày trong 10 năm qua, do đặc thù ứng trước cho đơn vị xây dựng hạ tầng cảng và khoản phải thu cổ tức từ SCS. Năm 2023, con số này tăng vọt do khoản nợ từ VSC trong thương vụ thoái vốn NHĐV.

Giai đoạn dự phóng, GMD được kỳ vọng giảm số ngày phải thu về khoảng 90 ngày. Trong đó, số ngày phải thu với các hãng tàu ở mức trung bình 60 ngày, tương đương với mức bình quân của các doanh nghiệp cảng biển quốc tế và khoản phải thu từ cổ tức hàng năm từ SCS khoảng 30 ngày.

Số ngày phải thu đối với các hãng tàu trung bình từ 30 – 45 ngày. Tuy nhiên, một số hãng tàu có thị phần lớn, sở hữu sức mạnh đàm phán cao với cảng như Maersk, Hapag Lloyd, COSCO, Evergreen,... kỳ thanh toán thường kéo dài từ 60 – 90 ngày, nhờ đó tận dụng lợi thế quy mô để đàm phán kéo dài thời gian trả nợ, chiếm dụng vốn của cảng để có thêm nguồn lực chạy đua mở rộng thêm nguồn cung tải và khách hàng mới.

Ngược lại, số ngày phải trả trung bình 88 ngày, các khoản nợ phần lớn của đối tác cung cấp thiết bị trong giai đoạn đầu tư cảng NHĐV. Khi hoàn thiện cảng NHĐV, GMD dự kiến đưa số ngày phải trả về mức tương đồng với các doanh nghiệp quốc tế – khoảng 57 ngày.

Hình 15: Dự phóng chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của GMD (ngày)



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

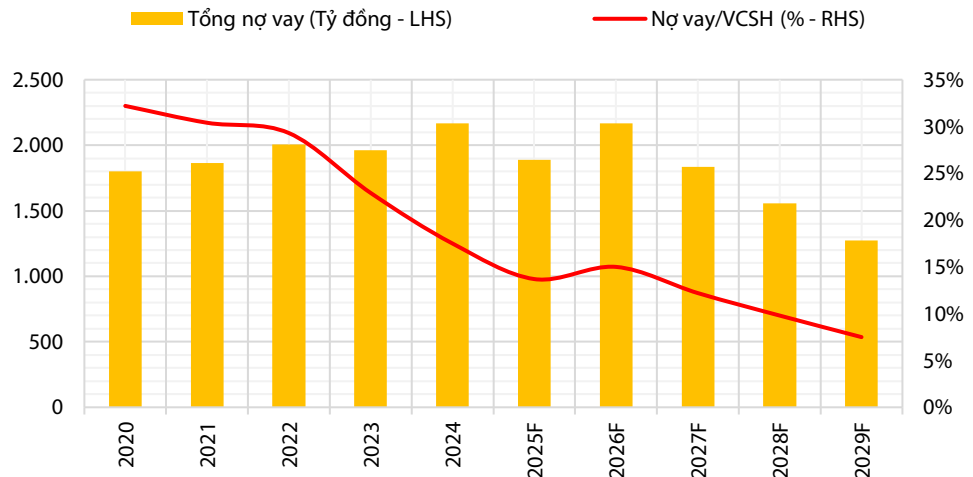
Đầu tư TSCĐ: Mô hình cảng yêu cầu vốn đầu tư ban đầu lớn, dựa trên hạ tầng cố định như cầu cảng, bến bãi và hệ thống kho vận. Đây là tài sản cốt lõi của GMD, đòi hỏi chi phí duy tu, nạo vét và bảo dưỡng định kỳ.

Chúng tôi ước tính GMD chi trung bình khoảng 200 tỷ đồng/năm cho bảo trì và bổ sung thiết bị, và giả định mức chi này duy trì ổn định trong các năm tới. Ngoài ra, GMD chi thường xuyên khoảng 40 tỷ đồng/năm chi phí cho dự án trồng rừng cao su, dự kiến nếu thoái vốn thành công sẽ giảm được chi phí này trong dài hạn.

Năm 2025, GMD dự kiến đầu tư lớn cho dự án NĐV giai đoạn 3 với tổng mức khoảng 2.800 tỷ đồng. Trong giai đoạn dự phóng, Công ty chưa có thêm dự án hạ tầng quy mô lớn khác.

Cơ cấu nguồn vốn: GMD duy trì cơ cấu vốn lành mạnh với tỷ trọng nợ vay chủ yếu là dài hạn, phù hợp đặc thù đầu tư lớn vào TSCĐ. Sau đợt tăng vốn năm 2024, Công ty có lượng tiền mặt và tài sản tài chính ngắn hạn chiếm khoảng 28% tổng tài sản, tương đương với giá trị 5.000 tỷ đồng. Với lượng tiền mặt và tài sản tài chính dồi dào, chúng tôi nhận thấy GMD đủ nguồn lực để triển khai triển khai dự án mới như NĐV giai đoạn 3 mà không cần sử dụng nợ vay. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ vay/VCSH sẽ giảm dần nhờ tiến độ trả nợ ổn định theo các kế hoạch hiện hữu.

Hình 16: Nợ vay của GMD



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

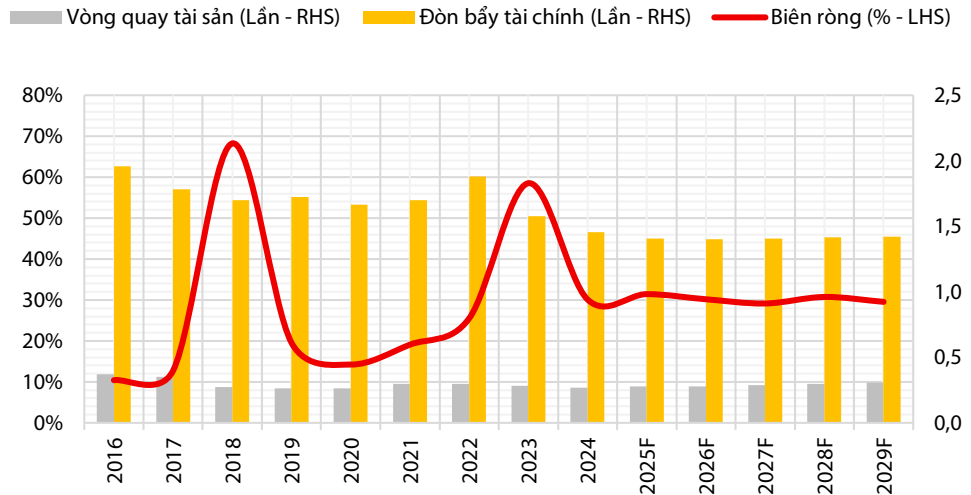
Hiệu quả sinh lời trên VCSH (ROE)

ROE của GMD duy trì trong vùng 6% – 14% giai đoạn 2016–2024 (trừ hai năm 2018 và 2023 chỉ số ROE lần lượt đạt 31% và 26% do khoản lợi nhuận bất thường từ thoái vốn mảng Logistics và cảng NĐV và dự kiến ổn định quanh mức 12% trong thời gian tới, phản ánh hiệu quả sử dụng vốn bền vững. Chúng tôi áp dụng phân tích Dupont ba nhân tố để đánh giá chỉ tiêu này.

- **Biên lợi nhuận ròng:** Trong giai đoạn 2025 – 2029, biên lợi nhuận ròng được dự báo duy trì ổn định ở mức 30%, như nêu phía trên.
- **Vòng quay tổng tài sản:** Duy trì ở mức thấp, khi mỗi đồng tài sản chỉ tạo ra khoảng 0,3 đồng doanh thu – đặc trưng của mô hình kinh doanh cảng biển sử dụng nhiều tài sản cố định với suất đầu tư lớn và chu kỳ thu hồi vốn dài. Trong giai đoạn dự phóng, chỉ số này được kỳ vọng cải thiện nhẹ nhờ giai đoạn 3 của NĐV dẫn lấp đầy công suất, phản ánh hiệu quả kinh tế theo quy mô.
- **Đòn bẩy tài chính:** Tương tự các doanh nghiệp cảng biển, GMD có đặc điểm dòng tiền hoạt động ổn định và dồi dào. Đòn bẩy tài chính duy trì ở mức không quá cao, trung bình 1,7 lần trong giai đoạn 2016–2024, do nhu cầu vốn lưu động không lớn và các khoản vay chủ yếu phục vụ đầu tư dự án quy mô lớn. Trong giai đoạn dự phóng, hệ số đòn bẩy có xu hướng giảm nhẹ về mức 1,4

lần do Công ty chưa có kế hoạch triển khai thêm dự án đầu tư lớn, qua đó hạn chế phát sinh nhu cầu vay mới.

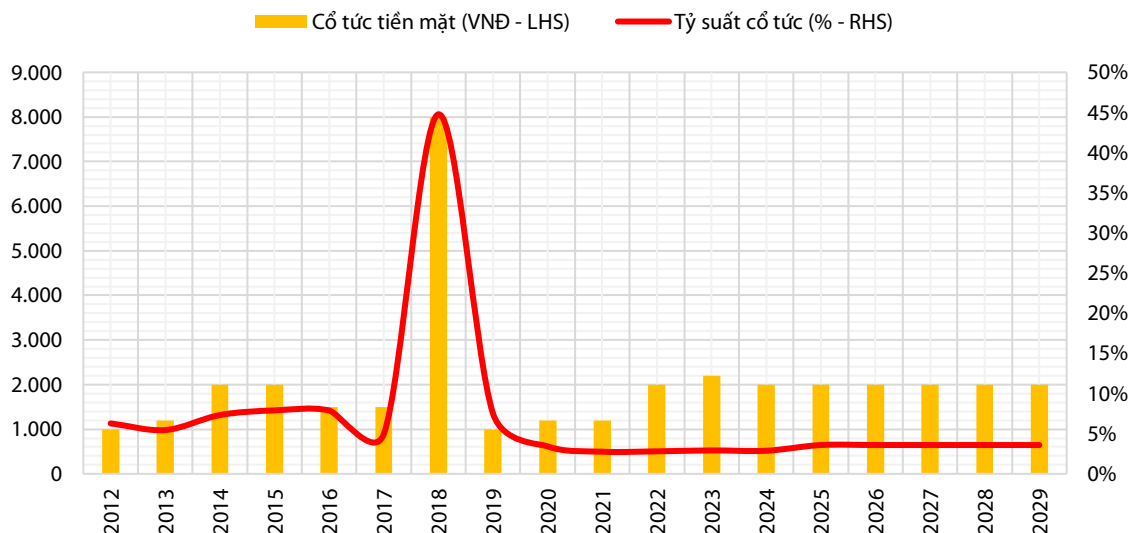
Hình 17: Chỉ số ROE theo Dupont ba nhân tố



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Chính sách cổ tức tiền mặt: Thông thường GMD chi trả mức cổ tức tiền mặt ở mức 1.500 – 2.000 VNĐ/cổ phiếu hàng năm. Ngoại trừ năm 2018, GMD thưởng thêm 6.500 VNĐ/cổ phiếu nhờ ghi nhận lợi nhuận đột biến 1.800 tỷ đồng sau khi thoái vốn mảng Logistics cho CJ Group như nêu phía trên. Năm 2025, GMD dự kiến trả cổ tức tiền mặt là 2.000 VNĐ/cổ phiếu. Chúng tôi cho rằng GMD sẽ duy trì chính sách hiện tại trong xuyên suốt giai đoạn dự phóng, tương đương với tỷ suất cổ tức là 3,5% dựa trên giá đóng cửa ngày 24/07/2025. Đây là mức thấp hơn so với lãi suất tiền gửi kỳ hạn một năm tại ngân hàng Vietcombank (4,6%/năm) nên GMD không phù hợp cho chiến lược đầu tư cổ tức.

Hình 18: Kế hoạch chi trả cổ tức của GMD



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Phương án mua lại cổ phiếu quỹ là điểm tựa trong ngắn hạn

Theo kế hoạch trình ĐHCĐ năm 2025, BLĐ của GMD đề xuất mua lại cổ phiếu quỹ từ nguồn thặng dư vốn cổ phần. Nếu thực hiện mua lại, vốn điều lệ của GMD giảm từ 4.202 tỷ đồng xuống 3.992 tỷ đồng. Với việc giảm số lượng CPLH, tỷ suất cổ tức dự kiến là 4,5% - không phù hợp với chiến lược đầu tư cổ tức.

- Số lượng cổ phiếu dự kiến mua lại: 21 triệu cổ phiếu.
- Giá mua dự kiến: Giá thị trường giảm dưới 1,5 lần giá trị sổ sách tại thời điểm gần nhất. GTSS tại Q1-FY25 là 30.000 VNĐ. GMD sẽ thực hiện mua lại nếu giá thị trường giảm dưới 45.000 VNĐ.
- Giá trị mua lại dự kiến: 945 tỷ đồng.

Bảng 5: Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của GMD (Tỷ đồng)

BÁO CÁO THU NHẬP	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu	3.206	3.898	3.846	4.832	5.075	5.366	5.892	6.524	7.199
Giá vốn hàng bán	2.064	2.180	2.068	2.697	2.803	3.175	3.524	3.942	4.396
Lợi nhuận gộp	1.142	1.718	1.778	2.135	2.272	2.191	2.368	2.582	2.803
Chi phí bán hàng và quản lý	449	667	661	822	901	956	1.015	1.142	1.249
Các chi phí tài chính khác	-11	35	20	11	11	12	13	15	16
EBITDA	1.094	1.423	1.501	1.715	1.765	1.763	1.894	1.994	2.123
Chi phí không hoạt động	105	31	84	582	-	-	-	-	-
Thu nhập không hoạt động	50	30	55	262	-	-	-	-	-
Thu nhập tài chính	40	24	1.941	426	66	32	37	43	51
Chi phí lãi vay	119	131	135	139	158	114	92	76	61
Thu nhập trước thuế (EBT)	569	909	2.873	1.269	1.267	1.141	1.284	1.392	1.528
Chi phí thuế TNDN	86	147	614	175	174	154	172	183	198
Lãi/lỗ tại các công ty liên doanh/liên kết	237	399	274	829	903	1.004	1.019	1.251	1.296
Lợi ích thiểu số	108	167	283	468	400	371	414	454	499
Lợi nhuận ròng	612	994	2.251	1.455	1.595	1.619	1.717	2.005	2.127
Biên ròng	19%	25%	59%	30%	28%	27%	26%	28%	27%
Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (VND/CP)	2.031	3.298	7.357	3.516	3.797	3.854	4.087	4.773	5.061

Nguồn: GMD, CTCK Rông Việt

Bảng 6: Bảng cân đối kế toán của GMD (Tỷ đồng)

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
TÀI SẢN									
Tiền mặt hoạt động	637	1.364	1.472	3.964	2.510	2.775	3.228	3.841	4.614
Đầu tư ngắn hạn	52	82	359	1.021	100	100	100	100	100
Các khoản phải thu	842	868	1.193	1.236	1.227	1.297	1.424	1.577	1.740
Hàng tồn kho	69	83	68	83	84	96	106	119	132
Các tài sản ngắn hạn khác	90	222	288	369	388	410	450	498	550
Tài sản ngắn hạn	1.689	2.619	3.380	6.674	4.309	4.678	5.308	6.135	7.137
Tài sản cố định ròng	4.631	5.791	5.667	5.504	7.765	7.532	7.285	7.023	6.745
Đầu tư tại các công ty liên kết	2.830	3.065	3.125	3.854	4.361	5.138	5.925	6.923	7.935
Tài sản vô hình	262	262	258	247	240	234	227	220	213
Tài sản dài hạn khác	1.319	1.294	1.116	1.719	1.684	1.648	1.613	1.578	1.543
Tài sản dài hạn	9.042	10.412	10.166	11.324	14.049	14.552	15.050	15.744	16.437
Tổng tài sản	10.731	13.031	13.546	17.998	18.359	19.230	20.359	21.879	23.574
NỢ PHẢI TRẢ									
Nợ ngắn hạn	522	177	63	63	-	-	-	-	-
Các khoản phải trả	381	838	518	487	438	496	550	616	686
Các khoản phải trả ngắn hạn khác	1.022	1.829	952	1.192	1.269	1.342	1.473	1.631	1.800
Nợ phải trả ngắn hạn	1.924	2.845	1.533	1.741	1.707	1.838	2.024	2.247	2.486
Nợ phải trả dài hạn	1.762	2.238	2.279	2.484	1.791	1.511	1.300	1.140	979
Tổng nợ phải trả	3.687	5.083	3.813	4.226	3.497	3.348	3.324	3.386	3.466
LỢI ÍCH THIỂU SỐ									
Lợi ích thiểu số	726	1.022	1.152	1.390	1.790	2.161	2.575	3.029	3.528
VỐN CHỦ SỞ HỮU									
Cổ phiếu ưu đãi									
Cổ phiếu phổ thông	3.014	3.014	3.059	4.140	4.202	4.202	4.202	4.202	4.202
Lợi nhuận giữ lại	661	1.227	2.964	3.617	4.244	4.894	5.633	6.638	7.754
Các tài khoản vốn chủ sở hữu khác	2.644	2.685	2.558	4.625	4.625	4.625	4.625	4.625	4.625
Vốn chủ sở hữu	6.319	6.926	8.580	12.382	13.071	13.721	14.460	15.465	16.581
Tổng nguồn vốn	10.731	13.030	13.545	17.998	18.359	19.230	20.359	21.879	23.574

Nguồn: GMD, CTCK Rông Việt

PHỤ LỤC 1 – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025 – 2029
Bảng 7: Doanh thu dự phóng theo mảng kinh doanh ([Quay lại Mục lục](#))

DOANH THU (TỶ ĐỒNG)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lĩnh vực cảng biển	2.762	3.086	2.942	4.201	4.328	4.686	5.195	5.811	6.469
Tăng trưởng YoY	27%	12%	-5%	43%	3%	8%	11%	12%	11%
Tỷ trọng	86%	79%	77%	87%	85%	87%	88%	89%	90%
Lĩnh vực Logistics	443	811	903	632	747	681	696	713	730
Tăng trưởng YoY	8%	83%	11%	-30%	18%	-9%	2%	2%	2%
Tỷ trọng	14%	21%	23%	13%	15%	13%	12%	11%	10%
Tổng cộng	3.206	3.898	3.846	4.832	5.075	5.366	5.892	6.524	7.199
Tăng trưởng YoY	23%	22%	-1%	26%	5%	6%	10%	11%	10%

Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Bảng 8: Khả năng sinh lời

ĐƠN VỊ: TỶ ĐỒNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận gộp	1.142	1.718	1.778	2.135	2.272	2.191	2.368	2.582	2.803
Biên lợi nhuận gộp	36%	44%	46%	44%	45%	41%	40%	40%	39%
Tăng trưởng YoY	20%	50%	3%	20%	6%	-4%	8%	9%	9%
Chi phí BH&QLDN	449	667	661	822	901	956	1.015	1.142	1.249
Chi phí BH&QLDN/doanh thu thuần	14%	17%	17%	17%	18%	18%	17%	17%	17%
Tăng trưởng YoY	-6%	48%	-1%	24%	10%	6%	6%	13%	9%
EBIT	704	1.017	1.097	1.303	1.359	1.224	1.340	1.425	1.538
Biên EBIT	22%	26%	29%	27%	27%	23%	23%	22%	21%
Tăng trưởng YoY	54%	44%	8%	19%	4%	-10%	9%	6%	8%
LNST-CĐM	612	994	2.251	1.455	1.595	1.619	1.717	2.005	2.127
Biên lợi nhuận ròng	19%	25%	59%	30%	31%	30%	29%	31%	30%
Tăng trưởng YoY	65%	62%	126%	-35%	9,6%	1,5%	6%	17%	6%

Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Bảng 9: Chỉ số hoạt động dự phóng

VỐN LƯU ĐỘNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Số ngày phải thu	95,8	81,2	113,2	93,3	88,2	88,2	88,2	88,2	88,2
Số ngày tồn kho	12,1	13,8	12,0	11,3	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Số ngày phải trả	67,3	140,4	91,4	65,9	57,0	57,0	57,0	57,0	57,0

Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Bảng 10: Cổ tức tiền mặt hàng năm của GMD

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Cổ tức tiền mặt (đồng/cổ phần)	1.200	2.000	2.200	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Tỷ lệ chi trả cổ tức	69,6%	43,1%	34,7%	62,9%	55,2%	54,6%	51,6%	44,0%	41,3%
Tỷ suất cổ tức	2,5%	2,9%	3,4%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%

Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 2 – CÁC CÔNG TY TƯƠNG ĐỒNG TRONG NGÀNH CẢNG BIỂN (Quay lại Mục lục)

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng 11 công ty chuyên khai thác cảng sông và cảng nước sâu có mô hình kinh doanh tương đồng với GMD làm tham chiếu cho việc phân tích và dự báo.

CTCP Container Việt Nam (VSC VN Equity): Viconship là doanh nghiệp chuyên cung cấp dịch vụ khai thác cảng container, logistics và dịch vụ hỗ trợ vận tải biển. Công ty là một trong những đơn vị tiên phong tại Việt Nam trong lĩnh vực xếp dỡ và vận chuyển container từ năm 1985. Sở hữu ba cảng sông là Green, Nam Hải Đình Vũ và VIP Green nằm dọc sông Cấm. VSC là một trong ba doanh nghiệp cảng container lớn tại Hải Phòng, đây là đối thủ cạnh tranh chính của GMD tại Hải Phòng.

CTCP đầu tư và phát triển cảng Đình Vũ (DVP VN Equity): là công ty con của Cảng Hải Phòng, hoạt động trong lĩnh vực khai thác cảng biển và dịch vụ logistics. Doanh nghiệp sở hữu cảng Đình Vũ ven sông Cấm, chuyên phục vụ tàu feeder kết nối với các cảng trung chuyển quốc tế. DVP duy trì kết quả kinh doanh ổn định và chính sách cổ tức hấp dẫn, thường xuyên chi trả ở mức 50–70%/năm.

CTCP Cảng Đà Nẵng (CDN VN Equity): hoạt động trong lĩnh vực khai thác cảng, kho bãi và logistics tại miền Trung. Công ty quản lý cảng Đà Nẵng với hơn 1.700 m cầu cảng, công suất trên 12 triệu tấn/năm. Với gần 50 năm kinh nghiệm, CDN tiên phong ứng dụng số hóa và hướng đến mở rộng cảng Liên Chiểu.

CTCP Cảng Hải Phòng (PHP VN Equity): hoạt động trong lĩnh vực khai thác cảng biển, kho bãi và dịch vụ vận tải thủy, với trụ sở tại Hải Phòng. Công ty quản lý hệ thống cảng lớn gồm nhóm cảng sông Chùa Vẽ, Đình Vũ, Tân Vũ, và cảng nước sâu HTIT (số 3 & 4 tại Lạch Huyện), nâng tổng công suất khai thác container lên 3,2 triệu TEU/năm kể từ tháng 3/2025.

INTL CONTAINER TERM SVCS INC (ICT PM Equity): hoạt động trong lĩnh vực đầu tư, vận hành và khai thác cảng container quốc tế. Công ty sở hữu và quản lý hơn 30 cảng tại 19 quốc gia, chủ yếu là cảng nước sâu tại các trung tâm logistics toàn cầu. Với gần 40 năm kinh nghiệm, ICTSI là một trong những nhà khai thác cảng độc lập hàng đầu thế giới, tiên phong trong mô hình nhượng quyền dài hạn và ứng dụng công nghệ trong quản lý cảng. Các cảng chủ lực gồm Manila (Philippines), cảng tại Brazil, Mexico, Croatia và nhiều nước châu Phi.

JIANGSU LIANYUNGANG PORT -A (601008 CH Equity): Hoạt động trong lĩnh vực khai thác cảng biển, logistics và dịch vụ hậu cần. Công ty quản lý 22 cầu cảng, chủ yếu là cảng nước sâu, đủ năng lực tiếp nhận tàu trọng tải lên tới 300.000–400.000 DWT. Đây là một trong những cảng tổng hợp lớn tại miền Đông Trung Quốc, đóng vai trò cửa ngõ chiến lược trong hành lang vận tải Á – Âu. Với hơn 20 năm kinh nghiệm, Lianyungang Port là đầu mối quan trọng trong mạng lưới giao thương đường biển và đường sắt quốc tế của Trung Quốc.

CHINA MERCHANTS PORT HOLDING (144 HK Equity): hoạt động trong lĩnh vực đầu tư và khai thác cảng biển quốc tế, logistics và bến bãi. Công ty quản lý khoảng 130 cầu cảng tại Trung Quốc và 46 cảng ở 26 quốc gia, phần lớn là cảng nước sâu, kết nối với mạng lưới logistics toàn cầu. Thành lập năm 1991 (tiền thân từ 1872) và niêm yết từ năm 1992, CMPort có hơn 30 năm kinh nghiệm, đứng trong top 5–10 nhà điều hành cảng lớn nhất thế giới.

HUTCHISON PORT HOLDINGS TRUST (HPHT SP Equity): hoạt động trong lĩnh vực đầu tư, vận hành và khai thác cảng container nước sâu, logistics và dịch vụ phụ trợ. Quỹ quản lý hơn 4 cảng nước sâu tại Hong Kong, Thâm Quyển (Pearl River Delta) cùng hai cảng sông tại Trung Quốc đại lục (Jiangmen, Nanhai).

WESTPORTS HOLDINGS BHD (WPRTS MK Equity): hoạt động trong lĩnh vực khai thác cảng, dịch vụ hàng hóa và logistics tại Port Klang, Malaysia. Công ty quản lý 5 cảng container nước sâu, tiếp nhận tàu lớn với luồng sâu ~18 m. Với gần 30 năm kinh nghiệm, Westports xử lý trên 10 triệu TEU/năm và đang mở rộng công suất lên 28 triệu TEU.

QINGDAO PORT INTERNATIONAL-A (6198 HK Equity): hoạt động trong lĩnh vực khai thác cảng biển, bến bãi, logistics và dịch vụ cảng. Quản lý 5 khu vực cảng – Qianwan, Dagang, Huangdao, Dongjiakou và Weihai – với tổng số 86–92 bến nước sâu, đủ năng lực tiếp nhận tàu container, hàng rời, dầu mỏ và LNG.

TIANJIN PORT CO LTD-A (600717 CH Equity): khai thác cảng biển tổng hợp, logistics và lưu trữ tại Bắc Trung Quốc. Công ty quản lý 192–217 cầu cảng, gồm cảng nước sâu và cảng sông, phục vụ đa dạng loại tàu. Với hơn 60 năm hoạt động hiện đại, đây là cảng chiến lược của vùng Jing–Jin–Ji và thuộc top 10 cảng lớn nhất thế giới.

Bảng 11: Chỉ tiêu tài chính các công ty khai thác cảng cùng ngành

Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình ngành
Tỷ trọng	15%	15%	15%	15%	20%	20%	
Số ngày phải thu							
Trung bình	60,1	59,0	49,7	43,9	40,5	38,2	47,6
Trung vị	55,9	48,0	42,3	38,0	38,4	34,3	42,2
Số ngày tồn kho							
Trung bình	8,53	9,13	8,01	7,90	8,18	7,94	8,3
Trung vị	8,29	8,91	7,02	6,96	7,33	7,33	7,6
Số ngày phải trả							
Trung bình	85,0	83,2	74,8	84,6	91,8	98,9	87,3
Trung vị	27,7	23,1	25,2	27,1	32,3	23,6	26,6
Biên gộp (%)							
Trung bình	39,3%	39,4%	40,5%	40,9%	39,8%	41,5%	40,3%
Trung vị	34,5%	35,8%	36,2%	37,3%	36,3%	36,9%	36,2%
Biên EBITDA (%)							
Trung bình	49,5%	44,0%	44,7%	42,7%	42,2%	43,8%	44,3%
Trung vị	40,0%	39,8%	37,8%	35,4%	37,0%	37,0%	37,7%
Biên ròng (%)							
Trung bình	24,8%	22,4%	26,5%	25,5%	24,7%	27,0%	25,2%
Trung vị	18,3%	22,0%	23,0%	23,5%	22,3%	27,6%	23,0%
EV/EBITDA							
Trung bình	8,6x	9,4x	8,6x	7,9x	8,6x	9,4x	8,8x
Trung vị	8,6x	8,5x	7,1x	6,9x	8,1x	7,4x	7,8x
P/E							
Trung bình	72,2x	35,1x	15,1x	13,2x	18,1x	14,1x	26,8x
Trung vị	10,6x	14,1x	12,3x	12,x	12,1x	14,3x	12,6x
P/B							
Trung bình	1,6x	1,7x	2,x	1,6x	1,7x	2,2x	1,8x
Trung vị	1,1x	1,3x	1,8x	1,2x	1,3x	1,2x	1,3x
P/S							
Trung bình	3,0x	3,1x	3,2x	2,6x	2,9x	3,4x	3,0x
Trung vị	2,6x	3,0x	2,7x	2,3x	2,2x	2,9x	2,6x

Nguồn: Fiinx, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 3 - PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP (Quay lại Mục lục)

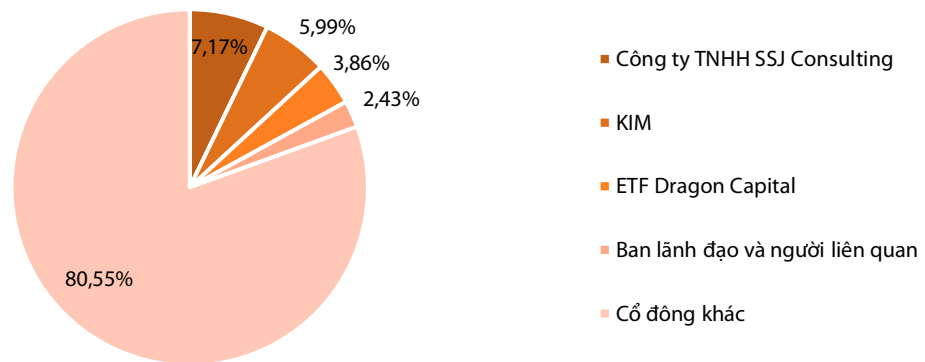
Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Gemadept (HSX: GMD) thành lập vào năm 1990, trực thuộc Liên hiệp Hàng hải Việt Nam. Công ty là một trong ba doanh nghiệp tiên phong cổ phần hóa vào năm 1993 và đến năm 2002, cổ phiếu GMD chính thức được niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Cơ cấu cổ đông của GMD khá phân tán, gồm hai cổ đông lớn là Công ty TNHH SSJ Consulting (Việt Nam) và Quỹ đầu tư KIM. Ngoài ra, các quỹ đầu tư thụ động của Dragon Capital sở hữu GMD để mô phỏng chỉ số VNINDEX.

- SSJ do Tập đoàn đa ngành Sumitomo và Japan Overseas Infrastructure Investment Corporation (JOIN) - một tổ chức Nhật Bản tập trung đầu tư vào hạ tầng quốc tế góp vốn cổ phần.
- Korea Investment Management (KIM) là một trong những quỹ đầu tư có nguồn vốn từ Hàn Quốc và đã có 18 năm đầu tư tại thị trường Việt Nam.

Hình 19: Cơ cấu cổ đông của GMD



Nguồn: Bloomberg, Fiinx, CTCK Rồng Việt

Hành trình trở thành doanh nghiệp hàng đầu ngành cảng

Xuyên suốt 35 năm phát triển, GMD trở thành doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam về hệ sinh thái tích hợp Cảng và Logistics. Hệ thống cảng của GMD trải dài từ Bắc vào Nam, nằm ở các vị trí huyết mạch, là cửa ngõ kinh tế của Việt Nam kết nối với thế giới.

Giai đoạn trước năm 2007: Khởi nguồn và đặt nền móng tại khu vực phía Nam

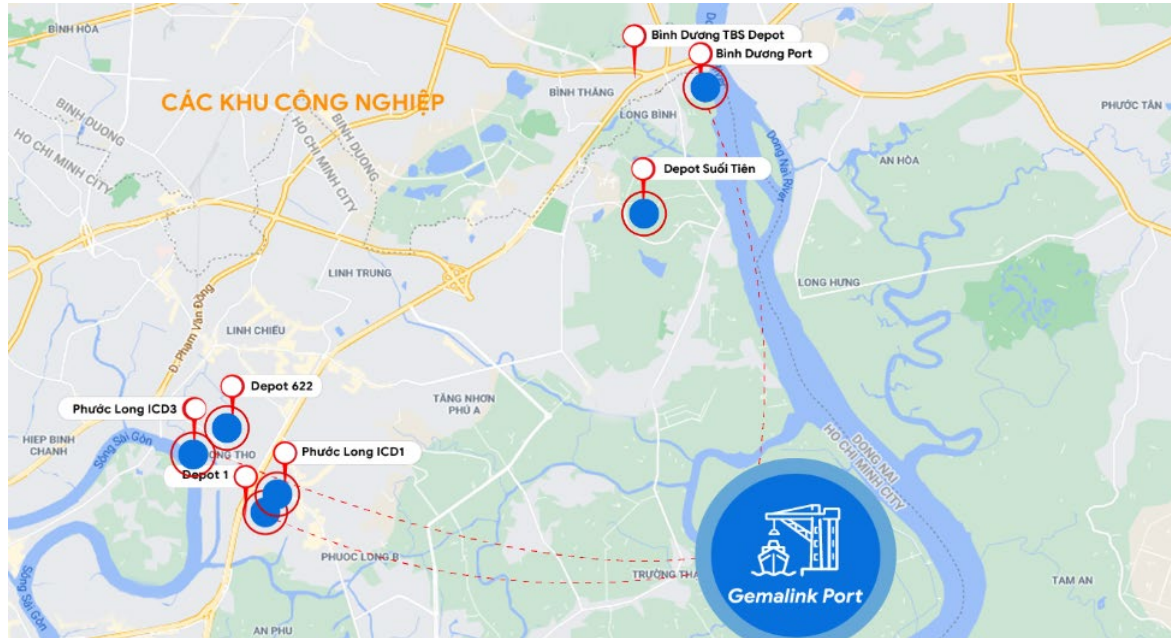
GMD chính thức đi vào hoạt động với vốn điều lệ 6,2 tỷ đồng. Công ty bắt đầu hoạt động trong lĩnh vực đại lý, môi giới hàng hải.

- **Cảng Phước Long (PIP):** Năm 1997, GMD khai sinh ra cảng cạn đầu tiên tại Việt Nam – Phước Long ICD, đây là đơn vị tiên phong trong hệ thống cảng của GMD. Sở hữu vị trí nằm trên trục đường Xa lộ Hà Nội với hệ thống CY (Container Yard – Bãi container), Depot trải dài kết nối nhiều KCN lớn và các tuyến đường giao thông trọng điểm.
- **Cảng Bình Dương:** Thành lập năm 2002 với sứ mệnh giảm tải áp lực giao thông lên các khu vực nội đô Thành phố Hồ Chí Minh (Tp. HCM) và phát triển giao thương khu vực tam giác kinh tế Bình Dương – Đồng Nai – Vũng Tàu.

Hiện nay, Cảng Bình Dương trở thành mắt xích quan trọng trong chiến lược phát triển của GMD, trở thành điểm kết nối giữa các khu công nghiệp lớn phía Nam với cảng nước sâu GML.

- **Đầu tư đội tàu:** Nhằm tăng cường vị thế và mở rộng chuỗi giá trị, GMD tập trung phát triển đội tàu viễn dương. Năm 2007, GMD sở hữu 05 tàu container và 11 tàu container cấp S1, S2 (tàu thủy nội địa, chỉ được hoạt động tại vùng nước có sóng cao tối đa 2m) và mở bốn tuyến vận tải đường biển, hoạt động thị trường nội địa và nội Á.

Hình 20: Hiện nay, cảng Bình Dương là điểm kết nối giữa KCN phía Nam và Gemalink



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Giai đoạn từ năm 2007 – 2015: Đầu tư và mở rộng với chiến lược “Bắc tiến”

Các cảng tại Hải Phòng được xây dựng dọc bờ sông Cấm, nơi tiếp giáp với vịnh Bắc Bộ và là cửa ngõ kết nối khu vực miền Bắc với các tuyến hàng hải quốc tế. Thành phố Hải Phòng nằm gần các trung tâm kinh tế như Hà Nội, Quảng Ninh và các khu công nghiệp tại Thái Nguyên, Bắc Ninh, Hưng Yên,... Đầu tư tại Hải Phòng là bước đi quan trọng của GMD, tận dụng tiềm năng tăng trưởng của khu vực phía Bắc.

- **Cảng Nam Hải:** Bước đi đầu tiên của GMD tại phía Bắc. Được thành lập năm 2009, Cảng Nam Hải với sứ mệnh tạo tiền đề để GMD tiếp tục mở rộng đầu tư, phát triển các dự án khác tại Hải Phòng. Cảng Nam Hải có tổng mức đầu tư khoảng 400 tỷ đồng, nằm ở vị trí thượng nguồn sông Cấm, có khả năng tiếp nhận tàu có trọng tải nhỏ cỡ 10.000 DWT, tương đương cung tải 800 – 1.000 TEU. Công suất thiết kế của cảng Nam Hải là 150 nghìn TEU/năm.
- **Cảng Nam Hải Đình Vũ:** Sau một năm hoạt động, cảng Nam Hải đã vượt công suất thiết kế, duy trì mức khai thác trung bình 130% trong suốt 4 năm liên tiếp. Trước nhu cầu XNK ngày càng tăng tại Hải Phòng, GMD tiếp tục đầu tư mở rộng nhằm giảm tải cho cảng Nam Hải và nâng cao năng lực khai thác. NHĐV có vị trí thuận lợi gần KCN Đình Vũ, phía trước cầu Bạch Đằng, với mớn nước sâu, vùng quay tàu rộng, đáp ứng nhu cầu của nhiều hãng tàu. Với vốn đầu tư hơn 1.000 tỷ đồng, quy mô gấp ba lần cảng Nam Hải, NHĐV có thể đón tàu tới 40.000 DWT (2.000 – 3.000 TEU) và công suất thiết kế đạt 500.000 TEU/năm.

Trong giai đoạn này, GMD còn đầu tư cảng tại miền Trung và gia tăng năng lực vận tải.

- **Cảng Dung Quất** chủ yếu phục vụ hàng rời như dăm gỗ, sắt thép, cát, xi măng... và đi vào khai thác từ cuối năm 2008. Nằm trong khu kinh tế Dung Quất và khu kinh tế mở Chu Lai, cảng giữ vai trò quan trọng trong giao thương khu vực miền Trung. Tuy nhiên, do khoảng cách xa các trung tâm kinh tế lớn, nhu cầu xuất nhập khẩu tại đây khá thấp, nên GMD không mở rộng đầu tư cảng tại khu vực này.
- **Mở rộng đội tàu:** GMD phát triển đội tàu sông nhằm tăng cường kết nối thủy nội địa và tuyến Đồng bằng sông Cửu Long – Campuchia, qua đó thúc đẩy sản lượng cảng phía Nam. Đến cuối năm 2015, đội tàu của GMD gồm 3 tàu biển và 17 tàu sông cấp S1, S2, giảm 2 tàu biển nhưng tăng 6 tàu sông so với giai đoạn trước.

Giai đoạn từ năm 2016 – nay: Xác định lĩnh vực cốt lõi, tái cấu trúc và vươn tầm (Quay lại trang 5)

GMD tập trung phát triển cảng và hệ thống kho bãi hậu cảng để hoàn thiện chuỗi cung ứng từ cảng đến người tiêu dùng. Đồng thời, thoái vốn khỏi một số mảng kinh doanh có hiệu quả sinh lời thấp hơn sẽ giúp công ty tối ưu hóa nguồn lực.

- **Thoái vốn lĩnh vực vận tải biển:** Trong bối cảnh khó khăn của thị trường hàng hải do giá cước giảm, thị trường cạnh tranh cao do cung vượt cầu, và biến động giá nhiên liệu, GMD đã chuyển nhượng 49% cổ phần tại công ty con Gemadept Shipping và Gemadept Logistics cho đối tác CJ Group với tổng giá trị 1.800 tỷ đồng.

CJ Group là tập đoàn đa ngành của Hàn Quốc, thành lập năm 1953, có trụ sở tại Seoul. Xuất phát từ lĩnh vực thực phẩm, CJ Group đã mở rộng hoạt động sang nhiều ngành công nghiệp quan trọng, bao gồm: thực phẩm, logistics, giải trí và dược phẩm.

- **Đầu tư Cảng NĐV – Tinh gọn hệ thống cảng về hạ nguồn sông Cấm (Quay lại trang 8)**

Cảng NĐV ra đời nhằm giảm tải cho cảng Nam Hải và NHĐV, vốn luôn khai thác vượt công suất thiết kế 30% kể từ khi hoạt động. Cảng NĐV có vị trí chiến lược, nằm trong khu phi thuế quan và KCN Nam Đình Vũ, ngay cửa ngõ ra biển, với mớn nước sâu và vũng quay tàu rộng (hình 21), có thể tiếp nhận tàu đến 48.000 DWT. Đây là dự án cảng lớn nhất của GMD tại Hải Phòng, có quy mô 65 ha, gồm 7 cầu cảng, tổng chiều dài 1,5 km, công suất thiết kế gần 2 triệu TEU và 3 triệu tấn hàng rời/năm. Tổng vốn đầu tư 6.200 tỷ đồng, triển khai theo ba giai đoạn:

- **Giai đoạn 1:** Tổng vốn đầu tư khoảng 1.700 tỷ đồng, có hai cầu cảng với chiều dài 440m. Công suất thiết kế cho giai đoạn 1 là 500 nghìn TEU/năm và được đưa vào khai thác từ tháng 05/2018.
- **Giai đoạn 2:** Tổng vốn đầu tư khoảng 1.700 tỷ đồng, được đưa vào khai thác từ tháng 05/2023. Nâng tổng chiều dài cầu bến lên 880m, có thể tiếp nhận cùng lúc 4 – 5 tàu feeder và công suất thiết kế là 1,2 triệu TEU/năm.
- **Giai đoạn 3:** Giai đoạn 3 có tổng mức đầu tư 2.800 tỷ đồng đã chính thức khởi công vào tháng 10/2024 và kỳ vọng có thể đưa vào khai thác vào tháng 10/2025. Qua đó, chính thức hoàn thành toàn bộ dự án cảng NĐV.

Hình 21: Toàn bộ cảng Nam Đình Vũ



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Thoái vốn tại cảng NHĐV và Nam Hải: GMD đã thoái vốn tại cảng NHĐV và Nam Hải vào năm 2023 và 2024, trong bối cảnh cảng NĐV giai đoạn 1 chỉ đạt 75% công suất thiết kế sau 5 năm hoạt động. Các hãng tàu từ NHĐV và Nam Hải được chuyển về NĐV, giúp tối ưu khai thác, tăng hiệu quả vận hành và giảm chi phí hoạt động.

- Trong Q2-FY23, CTCP container Việt Nam (HSX: VSC), Công ty TNHH TM&ĐT Đoàn Huy và Công ty TNHH thương mại kim khí XNK Huy Hoàng đã chi 3.200 tỷ đồng để mua 100% cổ phần của Công ty TNHH cảng NHĐV (GMD chiếm tỷ lệ sở hữu 84,66%). Kể từ Q3-FY23, GMD không còn sở hữu cảng NHĐV. Thương vụ này đem lại 1.850 tỷ đồng LNTT cho GMD.
- Trong Q1-FY24, GMD đã hoàn tất thoái vốn 100% cổ phần tại cảng Nam Hải cho CTCP Nhật Việt (Vietsun). GMD ghi nhận 325 tỷ đồng LNTT cho thương vụ này.
- **Cảng nước sâu GML là hạt nhân để nâng tầm vị thế của GMD:** GML là cảng nước sâu lớn nhất Việt Nam, tọa lạc tại khu kinh tế Cái Mép – Thị Vải (CMTV), là điểm dừng chân của các hãng tàu trong hai tuyến hàng hải quan trọng nhất thế giới: xuyên Thái Bình Dương (Châu Á – Mỹ) và FE (Châu Á – Châu Âu). GML đóng vai trò cửa ngõ kinh tế kết nối khu vực phía Nam với toàn cầu. Cảng có quy mô 72 ha, cầu bến dài 1,5 km, công suất 3 triệu TEU/năm, với tổng vốn đầu tư 630 triệu USD, triển khai qua hai giai đoạn:
 - **Giai đoạn 1:** Tổng vốn đầu tư khoảng 330 triệu USD, chiều dài cầu bến là 800m, có khả năng đón được cùng lúc hai tàu mẹ và một tàu feeder. Công suất thiết kế cho giai đoạn 1 là 1.500 nghìn TEU/năm và được đưa vào khai thác từ tháng 01/2021.
 - **Giai đoạn 2:** Sau ba năm vận hành, cảng GML GD 1 đã vượt công suất thiết kế, đòi hỏi việc mở rộng GD 2 trở nên cấp thiết. Dự án có tổng vốn đầu tư 300 triệu USD, chia thành hai giai đoạn: 2A và 2B. Giai đoạn 2A dự kiến triển khai vào Q4-FY25, tiếp nối bởi 2B vào Q2-FY26 khi 2A đạt 70% công suất thiết kế. Mỗi giai đoạn sẽ đi vào khai thác sau 15 tháng xây dựng.

Hình 22: Cảng GML thuộc Top19 cảng lớn nhất trên thế giới với khả năng tiếp nhận tàu 250.000 DWT (tương đương 24.000 TEU – thể hệ tàu lớn nhất thế giới hiện tại)



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Mô hình hoạt động (Quay lại mục lục)

GMD được tổ chức theo mô hình tập đoàn, sở hữu trực tiếp 16 công ty con và 10 công ty liên doanh, liên kết hoạt động trong hai lĩnh vực chính là cảng biển và logistics. Ngoài ra, GMD còn có các dự án đầu tư ngoài ngành như trồng rừng cao su và bất động sản. Hiện nay, GMD đang nỗ lực tìm kiếm đối tác phù hợp để thoái vốn các dự án đầu tư ngoài ngành.

Bảng 12: Hệ thống công ty con, công ty liên kết mà GMD sở hữu trực tiếp

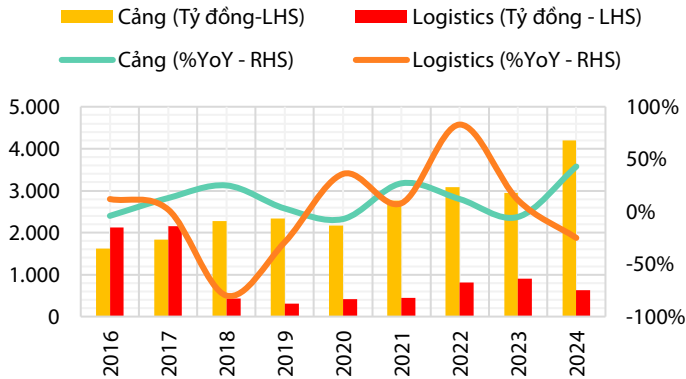
Hình thức sở hữu	Tên công ty	Lĩnh vực kinh doanh	Tỷ lệ sở hữu	Tỷ lệ quyền biểu quyết
Công ty con	CTCP cảng Nam Đình Vũ	Khai thác cảng	62,1%	62,1%
	CTCP ICD Nam Hải	Khai thác cảng	100%	100%
	CTCP cảng quốc tế Gemadept – Dung Quất	Khai thác cảng	81,2%	81,2%
	CT TNHH cảng Phước Long	Khai thác cảng	100%	100%
	CTCP dịch vụ vận tải Trường Thọ	Logistics	46%	54%
	CT TNHH thiết bị và dịch vụ hàng hải Thái Bình Dương	Logistics	100%	100%
	CT TNHH ISS Gemadept	Logistics	51%	51%
	CT TNHH MTV vận tải hàng hải Thái Bình Dương	Logistics	100%	100%
	CT TNHH MTV công nghiệp cao su Thái Bình Dương	Trồng rừng	100%	100%
	CTCP hòn ngọc Thái bình Dương	Trồng rừng	100%	100%
	CTCP hoa sen Thái Bình Dương	Trồng rừng	100%	100%
	CTCP niêm kiều hân Thái Bình Dương	Trồng rừng	100%	100%
	CT TNHH dịch vụ vận tải tổng hợp V.N.M	Logistics	100%	100%
	CTCP đầu tư xây dựng phát triển hạ tầng Gemadept	Khác	50%	50%
	CTCP Gemadept Vũng Tàu	Logistics	70%	70%
	CTCP Gemadept miền Trung	Logistics	80,1%	80,1%
Công ty liên kết	CT TNHH CJ Gemadept Logistics Holdings	Logistics	49,1%	49,1%
	CT TNHH CJ Gemadept Shipping Holdings	Logistics	51%	50%
	CTCP Cảng Cái Mép Gemadept – Terminal Link	Khai thác cảng	65,1%	50%
	CTCP dịch vụ hàng hóa Sài Gòn	Hàng không	36,2%	36,2%
	CT TNHH tiếp vận K Line – Gemadept	Logistics	50%	50%
	CT TNHH Golden Globe	Khác	40%	40%
	CT TNHH thương mại Quả Cầu Vàng	Khác	45%	45%
	CTCP liên hợp thực phẩm	Khác	26,6%	26,6%
	CTCP du lịch Minh Đạm	Khác	40%	40%
	CTCP Thương cảng Vũng Tàu	Logistics	26,8%	26,8%

Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Lĩnh vực kinh doanh (Quay lại mục lục)

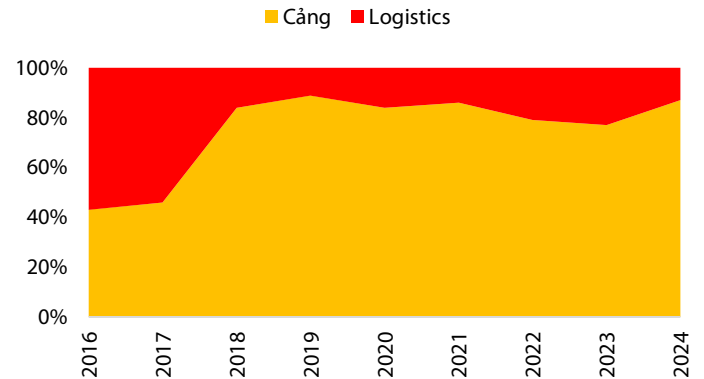
GMD hoạt động trong hai lĩnh vực chính là khai thác cảng và logistics. Trong giai đoạn 2018 – 2024, doanh thu khai thác cảng đạt tốc độ tăng trưởng kép 11%. Kể từ năm 2018, doanh thu khai thác cảng chiếm tỷ trọng trung bình 84%, còn lại là lĩnh vực logistics chiếm tỷ trọng 16%. Do Công ty thoái vốn lĩnh vực logistics cho đối tác CJ Group nên tỷ trọng nhận doanh thu của lĩnh vực này đã giảm đáng kể.

Hình 23: Doanh thu theo lĩnh vực kinh doanh



Nguồn: GMD, CTCK Rổng Việt

Hình 24: Cơ cấu doanh thu theo lĩnh vực kinh doanh (%)



Nguồn: GMD, CTCK Rổng Việt

Lĩnh vực khai thác cảng

GMD đang sở hữu 04 cảng biển (NĐV, Dung Quất, Bình Dương, GML) và 02 cảng cạn (Phước Long ICD, Nam Hải ICD) trải dài từ Bắc vào Nam. Cảng cạn đóng vai trò là hậu phương, giải tỏa áp lực cho bãi container (CY) của cảng biển. Doanh thu của cảng đến từ việc xếp dỡ container từ tàu xuống bãi/ô tô.

Bảng 13: Hệ thống cảng của GMD

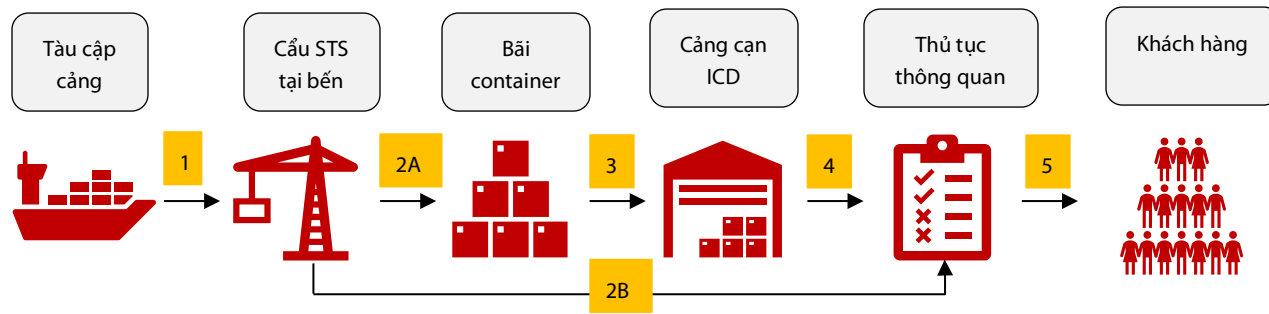
Tên cảng	Lĩnh vực kinh doanh	Hình thức sở hữu	Công suất thiết kế
Nam Đình Vũ	Khai thác cảng, bốc xếp hàng hóa, kho bãi và lưu giữ hàng hóa	Công ty con	500.000 TEU/năm
Nam Hải ICD	Kho bãi và lưu giữ hàng hóa	Công ty con	1.000.000 TEU/năm
Phước Long ICD	Khai thác cảng và vận tải đa phương thức	Công ty con	400.000 TEU/năm
Dung Quất	Bốc xếp hàng hóa	Công ty con	2,5 triệu tấn hàng rời
Bình Dương	Kho bãi và lưu giữ hàng hóa	Công ty con sở hữu gián tiếp	500.000 TEU/năm
Gemalink	Khai thác cảng, bốc xếp hàng hóa	Công ty liên doanh, liên kết	1.500.000 TEU/năm

Nguồn: GMD, CTCK Rổng Việt

Quy trình nhập hàng trong hoạt động khai thác cảng (ngược lại với xuất hàng) (hình)

- (1) Tàu cập cảng và thông báo hàng hóa:** Tàu container cập bến tại cảng biển. Thuyền trưởng hoặc đại lý vận tải gửi bản khai hàng hóa cho cảng và cơ quan hải quan để thông báo về số lượng container, loại hàng, điểm đến để chuẩn bị thiết bị cầu và nhân lực.
- (2) Dỡ container từ tàu:** Các cần cầu dãn (STS) được sử dụng để dỡ container từ tàu xuống CY của cảng (2A). Hoặc dỡ container xuống xe đầu kéo của hãng tàu để làm thủ tục thông quan trước khi dời khỏi cảng (2B). Container xếp chồng trong bãi cảng, được sắp xếp bằng cần cầu RTG.
- (3) Vận chuyển hàng từ bãi container sang cảng ICD:** Xe tải chở container từ cảng biển đến ICD. Thông thường, bãi container tại cảng biển thường bị giới hạn về diện tích nên thời gian lưu hàng cũng bị giới hạn. Do đó, chuyển container sang ICD sẽ giảm áp lực cho cảng.
- (4) Hoàn thành thủ tục thông quan:** Hải quan kiểm tra container để đối chiếu với chứng từ. Thủ tục hải quan cũng có thể thực hiện tại cảng biển mà không cần qua ICD.
- (5) Giao hàng cuối:** Container được giao cho khách hàng hoặc hàng hóa được dỡ ra để phân phối bằng xe tải nhỏ hơn. Container rỗng được trả về ICD hoặc cảng biển.

Hình 25: Quy trình khai thác cảng đối với hàng nhập khẩu



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Lĩnh vực Logistics ([Quay lại trang 5](#))

Lĩnh vực logistics của GMD gồm có 06 dịch vụ chính, đó là: Cảng hàng hóa hàng không, Trung tâm phân phối hàng hóa, Vận tải hàng siêu trường siêu trọng, Vận tải biển – thủy nội địa, Logistics hàng lạnh và Logistics ô tô. Tuy nhiên, phần lớn thuộc lĩnh vực kinh doanh của công ty liên doanh, liên kết. Nhìn chung, doanh thu của lĩnh vực logistics được hợp nhất trên BCTC của GMD phần lớn đến từ lưu kho bãi, vận tải đường bộ và dịch vụ hàng hải.

Bảng 14: Hệ sinh thái cung cấp dịch vụ logistics của GMD. Nhằm đơn giản hóa, chúng tôi chỉ ghi nhận các công ty mà GMD sở hữu trực tiếp để tránh trùng lặp về ngành nghề kinh doanh

Hình thức sở hữu	Tên công ty	Tỷ lệ lợi ích	Tỷ lệ quyền biểu quyết	Lĩnh vực kinh doanh
Công ty con	CTCP dịch vụ vận tải Trường Thọ	46%	54%	Bốc xếp hàng hóa
	CT TNHH ISS Gemadept	51%	51%	Đại lý tàu biển, dịch vụ thông quan ra vào cảng
	CT TNHH MTV vận tải hàng hải Thái Bình Dương	100%	100%	Vận tải hàng hóa bằng đường bộ
	CT TNHH dịch vụ vận tải tổng hợp V.N.M	100%	100%	Dịch vụ hàng hải (vận tải, cho thuê tàu container, đại lý hãng tàu,...)
	CTCP Gemadept miền Trung	98%	100%	Kho bãi, vận tải hàng hóa bằng đường bộ
Công ty liên doanh, liên kết	CT TNHH CJ Gemadept Logistics Holdings	49%	49%	Kho bãi, trung tâm phân phối, lưu giữ hàng hóa, Logistics hàng lạnh, vận tải biển, vận tải hàng siêu trường, siêu trọng
	CT TNHH CJ Gemadept Shipping Holdings (GSC)	51%	50%	Vận tải biển, cho thuê tàu, đại lý hãng tàu
	CTCP dịch vụ hàng hóa Sài Gòn	36%	36%	Cảng hàng hóa hàng không
	CT TNHH tiếp vận K Line – Gemadept	50%	50%	Vận tải hàng hóa bằng đường bộ

Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Về đội tàu: GMD hiện nay đang sở hữu bốn tàu container, trong đó trực tiếp sở hữu và vận hành hai tàu Green Pacific và Pride Pacific được đầu tư vào năm 2018.

Bảng 15: Đội tàu của GMD

STT	Tên tàu	Trọng tải (DWT)	Cung tải (TEU)	Ghi chú	Chủ sở hữu	Nhà khai thác
1	Stellar Pacific	9.900	656	Phá dỡ năm 2012		
2	Great Pride	12.000	538	Phá dỡ năm 2012		
3	Pacific Gloria	11.050	700	Thanh lý năm 2016		
4	Pacific Pearl	11.065	700	Thanh lý năm 2018		
5	Pacific Grace	12.370	850	Đang hoạt động	GSC	GSC

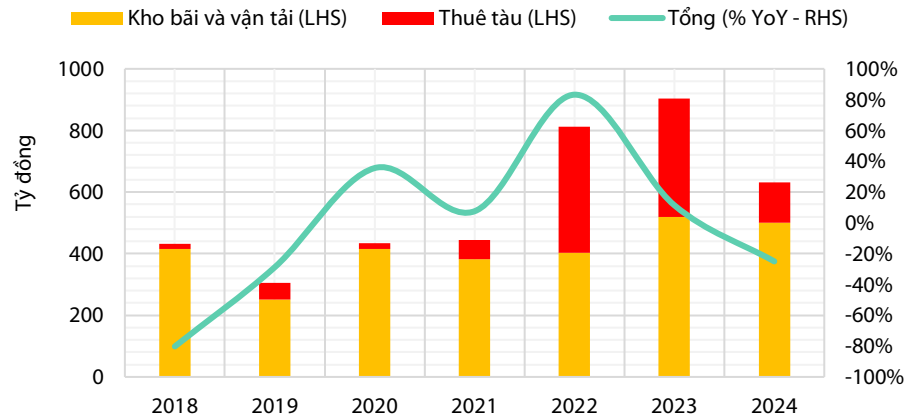
6	Pacific Express	11.120	750	Đang hoạt động	GSC	GSC
7	Green Pacific	15.200	1.060	Đang hoạt động	GMD	GMD
8	Pride Pacific	15.210	1.055	Đang hoạt động	GMD	GMD

Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Trong giai đoạn 2018 – 2024, doanh thu logistics đạt tốc độ tăng trưởng kép là 7%. Giá vốn sản xuất nhìn chung tương đối ổn định, đạt tốc độ tăng trưởng kép là 5%, nhưng biên lợi nhuận có sự biến động mạnh do những thay đổi về giá cước cho thuê tàu:

- Năm 2018, doanh thu đạt 426 tỷ đồng (-80% YoY) do GMD thực hiện tái cấu trúc, thu hẹp các lĩnh vực có lợi nhuận thấp. GMD chuyển nhượng cổ phần của GMD Logistics và GMD Shipping cho CJ Group. GMD chỉ nắm giữ 50% quyền biểu quyết sau khi thoái vốn.
- Năm 2022, doanh thu tăng trưởng 83% YoY, đạt 812 tỷ đồng. Trong bối cảnh giá cước cho thuê định hạn tăng cao, GMD đã cho thuê được tàu Pride Pacific và Green Pacific với giá cước lần lượt là 30.000 USD/ngày và 26.200 USD/ngày. Nhờ hợp đồng cho thuê kéo dài nên doanh thu logistic tiếp tục neo cao trong năm 2023.
- Năm 2024, do ảnh hưởng bởi nền kinh tế suy yếu trên toàn cầu, giá cước cho thuê định hạn giảm sâu. Giá thuê hai tàu Pride và Green lần lượt giảm khoảng 70% so với hợp đồng thuê trước đó. Doanh thu logistics đạt 632 tỷ đồng (-28% YoY).

Hình 26: Doanh thu lĩnh vực logistics



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Bảng 16: Lịch tàu cho thuê định hạn của GMD

Tên tàu	Thời điểm cho thuê	Thời gian cho thuê (tháng)	Giá thuê (USD/ngày)
Pride Pacific	Tháng 10/2018	6	7.650
	Tháng 05/2019	6	6.750
	Tháng 11/2019	6	6.750
	Tháng 04/2021	10	9.600
	Tháng 04/2022	23	30.000
	Tháng 06/2024	4	8.750
	Tháng 11/2024	9	12.000
Green Pacific	Tháng 02/2022	16	26.200
	Tháng 07/2023	6	6.100
	Tháng 07/2024	6	8.900
	Tháng 01/2025	12	13.000

Nguồn: Linerlytica, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 4 – TRIỂN VỌNG CỦA CÔNG TY CON (Quay lại Mục lục)

Khai thác cảng – Khu vực Hải Phòng với cảng Nam Đình Vũ (Quay lại trang 4)

Tại Hải Phòng, GMD ghi nhận những bước tiến mạnh mẽ trong giai đoạn 2020–2024, chủ yếu nhờ vào việc mở rộng hạ tầng tại khu vực hạ lưu sông Cấm. Do đó, doanh thu trong giai đoạn này đạt tốc độ tăng trưởng kép ấn tượng ở mức 24%.

Bước sang giai đoạn 2025 – 2029, chúng tôi dự báo doanh thu của NĐV sẽ duy trì đà tăng trưởng kép hai chữ số khoảng 12%, tương ứng đạt 2.300 tỷ đồng vào năm 2025 và 3.612 tỷ đồng vào năm 2029. Tốc độ tăng trưởng dự báo sẽ chậm lại đáng kể khi các cảng nước sâu mới tại Lạch Huyện đi vào vận hành.

- **Sản lượng container:** Dự phóng sản lượng container đạt CAGR 10%, tương ứng 1,4 triệu TEU vào năm 2025 và 2,1 triệu TEU vào năm 2029. Cảng NĐV hiện khai thác ba tuyến dịch vụ/tuần cho MSC – đối tác chiến lược của PHP tại HTIT (Lạch Huyện bến 3&4). Việc MSC dẫn dịch chuyển hoạt động sang HTIT sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến NĐV.

Thị phần của GMD tại Hải Phòng dự báo giảm 96 bps YoY, từ mức 18,5% về 17,5% vào năm 2025 và đạt mức 16,7% vào năm 2029 do hai yếu tố quy mô thị trường tăng nhanh với sản lượng tăng thêm trực tiếp từ cảng nước sâu và khách hàng dịch chuyển ra HTIT.

○ Dự báo sản lượng các cảng thuộc hạ nguồn sông Cấm

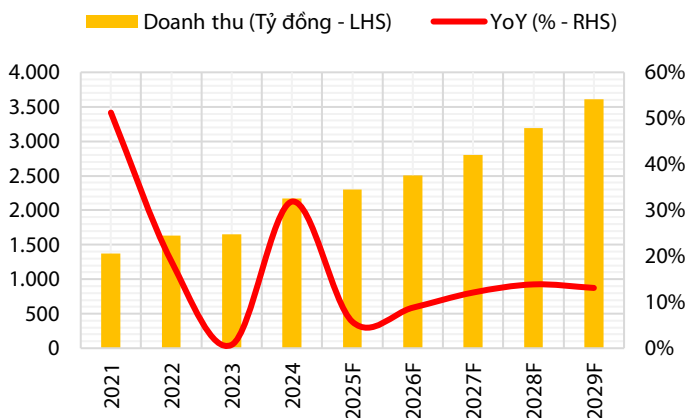
Dựa theo sản lượng của khu vực Hải Phòng ([xem thêm tại trang 36](#)), chúng tôi dự báo sản lượng các cảng tại hạ nguồn đạt 4,4 triệu TEU vào năm 2025 và 5,5 triệu TEU vào năm 2029.

Xu hướng dịch chuyển từ thượng nguồn về hạ nguồn sông Cấm và từ cảng sông ra khu vực nước sâu đã diễn ra mạnh mẽ trong khoảng mười năm qua ([xem thêm tại trang 40](#)).

Dựa theo dữ liệu quá khứ, từ khi đi vào hoạt động vào năm 2018, thị phần của HICT (Lạch Huyện bến 1&2) mở rộng trung bình 300 bps/năm. Với việc đưa hai cảng HHIT (Lạch Huyện bến 5&6) và HTIT cùng đi vào hoạt động, chúng tôi giả định mức độ mở rộng thị phần của khu vực cảng nước sâu đạt trung bình 450 bps/năm. Quy mô công suất được tăng lên 2,3 lần nhưng mức độ mở rộng thị phần không tăng tuyến tính bởi hai cảng HTIT và HHIT sẽ cạnh tranh trực tiếp với HICT.

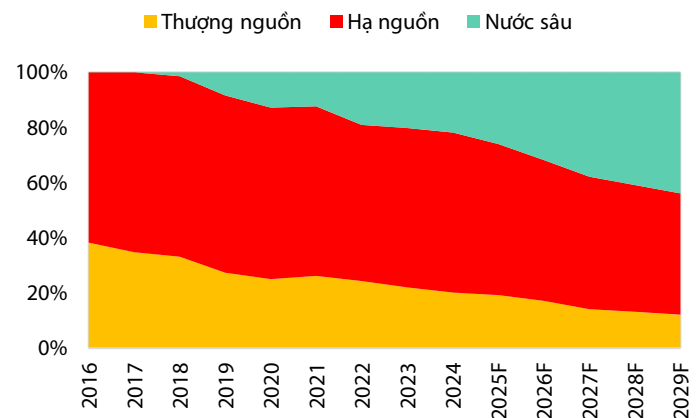
Các cảng thuộc hạ nguồn chịu ảnh hưởng trực tiếp nhưng nhờ hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển khỏi thượng nguồn, nên thị phần của khu vực hạ nguồn được chia sẻ một phần với thượng nguồn. Dự báo, cảng hạ nguồn giảm thị phần bình quân 280 bps/năm trong giai đoạn dự phóng.

Hình 27: Dự phóng doanh thu của GMD tại Hải Phòng



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Hình 28: Thị phần theo nhóm cảng thể hiện xu hướng dịch chuyển từ thượng nguồn về hạ nguồn sông Cấm



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

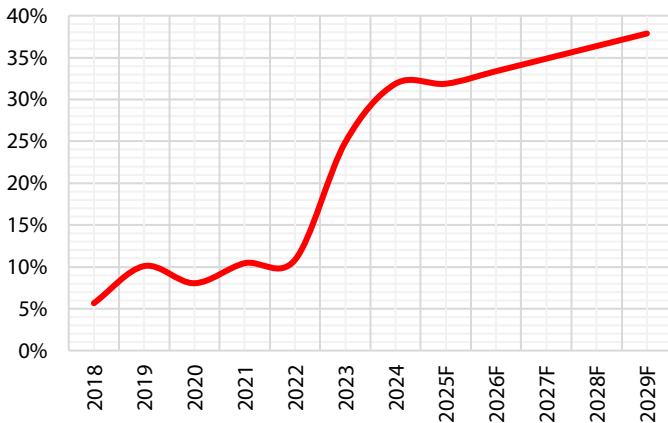
○ **Dự báo thị phần của GMD tại hạ nguồn sông Cấm**

Thị phần tại hạ nguồn của GMD đã tăng mạnh từ 26,6% vào năm 2022 lên 31,9% vào năm 2024 phản ánh hiệu quả của định hướng chiến lược.

- Chiến lược tập trung nguồn lực về về khu vực hạ nguồn sông Cấm để đón đầu xu hướng dịch chuyển từ thượng nguồn về hạ nguồn ([xem thêm tại trang 18](#)).
- Cảng NĐV có vị trí thuận lợi giúp nâng cao năng lực cạnh tranh của GMD ([xem thêm tại trang 40](#)). Nhờ đó, GMD thu hút được khách hàng từ các cảng khác trong khu vực. Kể từ tháng 8/2024, GMD đã có thêm ba tuyến dịch vụ mới từ hãng tàu SITC (đối tác chiến lược của cảng Đình Vũ).

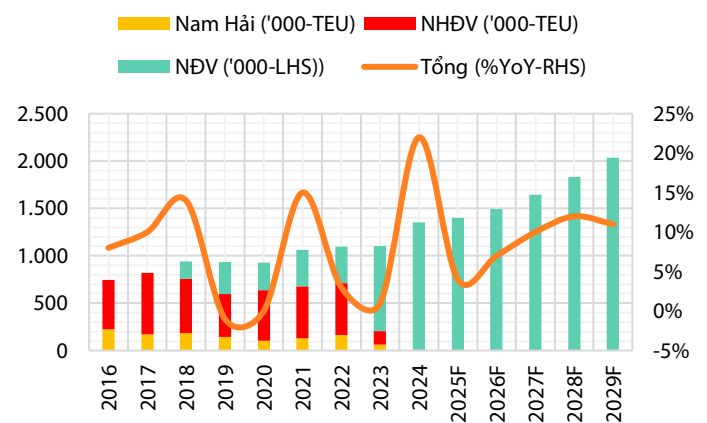
Chúng tôi nhận định GMD sẽ tiếp tục duy trì lợi thế cạnh tranh và mở rộng thị phần tại khu vực hạ nguồn, trung bình 150 bps/năm. Dựa trên công suất được mở rộng từ 1,2 triệu TEU/năm lên 2 triệu TEU/năm khi đưa NĐV giai đoạn 3 vào khai thác kể từ tháng 10/2025. Hàm ý rằng, cảng NĐV sẽ đạt 100% công suất thiết kế sau bốn năm hoạt động.

Hình 29: Dự phóng thị phần của GMD tại hạ nguồn



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Hình 30: Dự phóng sản lượng của GMD tại Hải Phòng (%)



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

- **Giá xếp dỡ container:** Trong bối cảnh cạnh tranh cao tại Hải Phòng, và giá dịch vụ của GMD đang duy trì ở mức cao so với các đối thủ trong khu vực, chúng tôi cho rằng GMD sẽ tiếp tục không tăng phí xếp dỡ để duy trì năng lực cạnh tranh hiện có.

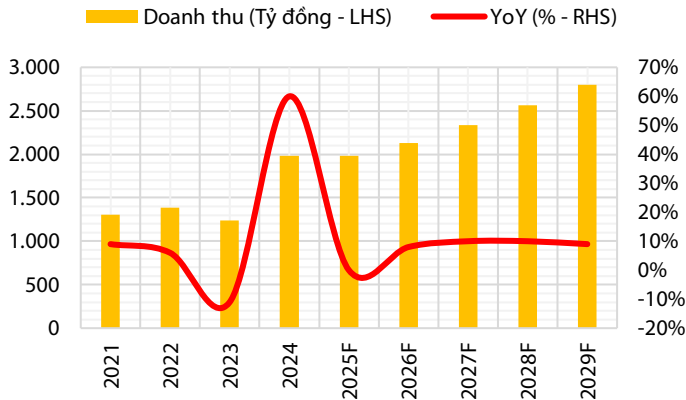
Phí xếp dỡ container XNK được niêm yết theo đơn vị tiền tệ USD nên chúng tôi giả định giá bình quân tăng trung bình 2%/năm theo tỷ giá USD/VND.

Khai thác cảng – Khu vực phía Nam với Cảng Bình Dương và Phước Long PIP ([Quay lại trang 4](#))

Tại phía Nam, cụm cảng Bình Dương và Phước Long PIP ước tính doanh thu tăng trưởng kép 13% trong giai đoạn 2020–2024, hưởng lợi từ sự phát triển mạnh mẽ của GML và điều chỉnh khung giá dịch vụ xếp dỡ container. Chúng tôi dự báo, doanh thu của cụm cảng này đạt tốc độ tăng trưởng kép 9% trong giai đoạn dự phóng, tương ứng đạt 1.980 tỷ đồng vào năm 2025 và 2.800 tỷ đồng vào năm 2029.

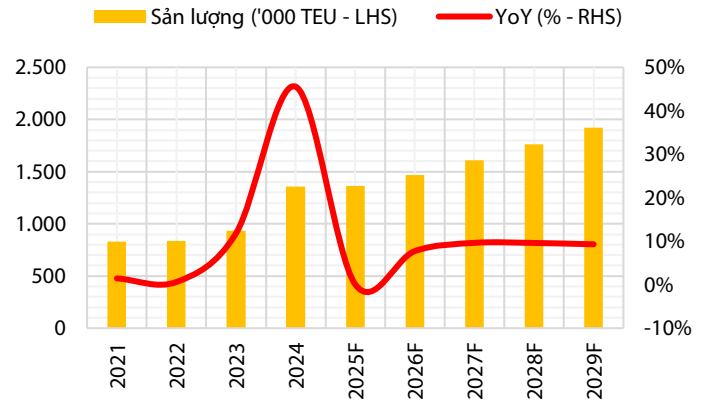
- Cụm cảng mang sứ mệnh là điểm kết nối, trung chuyển hàng hóa giữa khu công nghiệp phía Nam và cảng GML trước khi xuất khẩu đi thị trường Mỹ và EU. Do đó, sản lượng thông qua tăng trưởng đồng pha với sản lượng tại GML. Tuy nhiên, đà tăng trưởng sẽ chậm hơn GML bởi hai cảng này chỉ được hưởng lợi gián tiếp đã hoạt động 90% công suất thiết kế.

Hình 31: Dự phóng doanh thu của cụm cảng phía Nam



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Hình 32: Dự phóng sản lượng cụm cảng phía Nam



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

- Phí xếp dỡ container được niêm yết theo VND nên chúng tôi giả định giá bình quân của khu vực này sẽ đi ngang trong giai đoạn dự phóng mà không tăng giá theo tỷ giá USD/VND.

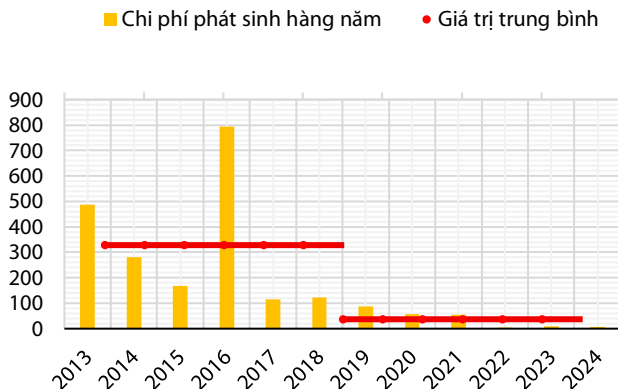
Lĩnh vực trồng rừng cao su (Quay lại mục lục)

Từ năm 2013, GMD được Chính phủ Campuchia cấp đất với diện tích lên tới 30.000 ha đất liền thửa. Sau hơn 10 năm triển khai, cây cao su đã sinh trưởng tốt đạt tiêu chuẩn về chu vi và chiều cao. Bốn công ty con hoạt động trong lĩnh vực này là: CTCP Hòn Ngọc Thái Bình Dương, CTCK Hoa Sen Thái Bình Dương, CTCP Niềm kiêu hãnh Thái Bình Dương và Công ty TNHH MTV công nghiệp cao su Thái Bình Dương.

Tuy nhiên, dự án này chưa được đưa vào giai đoạn khai thác thành phẩm và chưa mang lại doanh thu. Giai đoạn 6 năm đầu tiên, GMD chi ra trung bình mỗi năm tới 330 tỷ đồng để thực hiện những hạng mục ban đầu như trồng cây giống, đầu tư máy móc. Giai đoạn 6 năm gần đây, chi phí phát sinh khoảng 40 tỷ đồng/năm để duy trì các hoạt động thường xuyên như chăm sóc cây (làm cỏ, bón phân), bảo vệ rừng, và quản lý vận hành để đảm bảo tiến độ phát triển của dự án (hình 33).

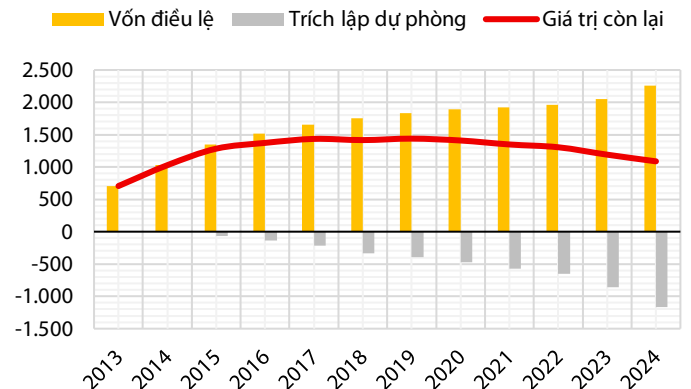
Tháng 05/2025, GMD đã chính thức ký kết hợp tác kinh doanh với CTCP Cao su Chư Sê – Kampong Thom để tiếp tục triển khai dự án này. Do chưa có thông tin cụ thể về hình thức hợp tác và giá trị của thương vụ nên chúng tôi chưa phản ánh giá trị tương lai từ thương vụ này. Do đó, chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách của mảng cao su để xác định giá trị đóng góp trong định giá GMD.

Hình 33: Chi phí hàng năm dành cho dự án cao su (Tỷ đồng)



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Hình 34: Lũy kế vốn điều lệ và trích lập dự phòng của các công ty cao su



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 5 – TRIỂN VỌNG CỦA CÔNG TY LIÊN DOANH, LIÊN KẾT ([Quay lại Mục lục](#))

LĨNH VỰC KHAI THÁC CẢNG HÀNG KHÔNG – CTCP DỊCH VỤ HÀNG HÓA SÀI GÒN (HSX: SCS) ([Quay lại trang 7](#))

Hiện nay, GMD đang sở hữu 36,24% cổ phần tại SCS, trong đó sở hữu trực tiếp 33,42% và Công ty TNHH dịch vụ vận tải tổng hợp V.N.M sở hữu 2,82% - Công ty con của GMD.

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

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

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

Bảng 17: Tóm tắt giá trị VCSH của SCS (Tỷ đồng)

Kịch bản định giá	Giá trị VCSH	Tỷ trọng	Giá trị VCSH bình quân
Kịch bản 1 – Không tham gia vào LTIA	6.149	50%	3.075
Kịch bản 2 – Tham gia vào LTIA	10.128	50%	5.064
Tổng			8.139

Nguồn: CTCK Rông Việt

LĨNH VỰC KHAI THÁC CẢNG – CTCP CẢNG CÁI MÉP GEMADEPT – TERMINAL LINK (GEMALINK) ([Quay lại trang 7](#))

GML là liên doanh giữa GMD và hãng tàu CMA-CGM của Pháp. Trong đó, GMD sở hữu 65,15% tại GML tuy nhiên tỷ lệ quyền biểu quyết là 50% nên GML không được hợp nhất vào BCTC của GMD.

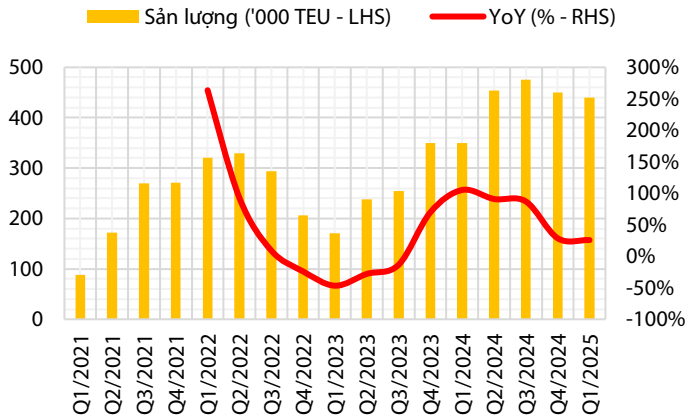
Chỉ sau hơn ba năm vận hành, cảng GML đã khai thác vượt 115% công suất thiết kế, nhờ lợi thế cạnh tranh nổi bật ([xem thêm tại trang 42](#)). Trong giai đoạn 2021–2024, sản lượng container tăng trưởng kép đạt 29%, vượt trội so với trung bình toàn khu vực.

Trong giai đoạn đầu khai thác, GML phụ thuộc lớn vào đối tác CMA-CGM và chịu ảnh hưởng tiêu cực từ thị trường vận tải trầm lắng năm 2023, khiến kết quả kinh doanh chưa thật sự bứt phá. Ngoài ra, mức giá xếp dỡ thấp cũng dẫn đến biến động lợi nhuận, với tình trạng lãi/lỗ xen kẽ giữa các quý.

Bước chuyển mình đến từ năm 2024, LNST của GML đạt 843 tỷ đồng (tăng 32 lần svck). Kết quả tăng trưởng này đến từ hai yếu tố then chốt: sản lượng container thông qua tăng mạnh và việc điều chỉnh tăng giá dịch vụ xếp dỡ tại cảng nước sâu.

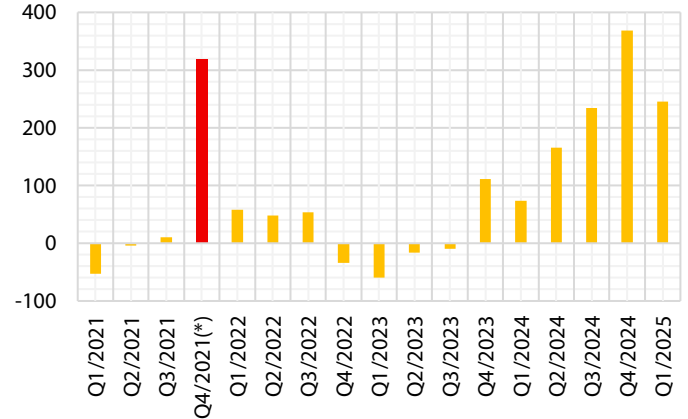
- Sản lượng container đạt 1.730 nghìn TEU (+71% YoY). Động lực tăng trưởng đến từ bước chạy đà trong nửa cuối năm 2023, khi GML thu hút thêm các hãng tàu lớn thuộc liên minh The Alliance Ocean (nay là Premier Alliance) và Ocean Alliance (Evergreen, COSCO, OOCL – cùng liên minh với CMA-CGM). Bên cạnh đó, tình trạng tắc nghẽn tại các cảng trung chuyển ở châu Á cũng góp phần gia tăng lượng hàng về khu vực CMTV.
- GML áp dụng biểu phí dịch vụ mới cao hơn 10% so với trước, theo Thông tư 39/2023/TT-BGTVT có hiệu lực từ ngày 1/1/2024. Thông tư mới cho phép điều chỉnh khung giá xếp dỡ container tại cảng nước sâu tăng thêm 10% so với Thông tư 54/2018/TT-BGTVT ([xem thêm tại trang 45](#)). Nhờ đó, biên lợi nhuận gộp được cải thiện đáng kể, do giá dịch vụ tăng trong khi chi phí vận hành không biến động tương ứng.

Hình 35: Sản lượng hàng quý của GML



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Hình 36: LNST hàng quý của GML (Tỷ đồng)



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt, (*) Q4-FY21 – ước tính GML ghi nhận lợi nhuận bất thường 320 tỷ đồng do thay đổi đơn vị tiền tệ kế toán

Thông thường, các cảng có thể khai thác vượt 30–40% công suất thiết kế, do đó GML GD 1 vẫn còn dư địa tăng trưởng trong ngắn hạn. Tuy nhiên, không gian tăng trưởng còn lại không lớn và có thể làm suy giảm hiệu quả vận hành toàn cảng. Việc khai thác vượt công suất tiềm ẩn nguy cơ quá tải, kéo dài thời gian chờ neo đậu và ảnh hưởng đến chất lượng dịch vụ.

Chúng tôi nhận định rằng, không có xáo trộn lớn trong chuỗi cung ứng toàn cầu ([xem thêm tại trang 37](#)) nên kế hoạch GML đầu tư mở rộng GD 2 vẫn sẽ được thực hiện. Dự kiến GML giai đoạn 2A và 2B sẽ sẵn sàng đưa vào khai thác lần lượt vào năm 2027 và 2030. Tổng công suất thiết kế của GML được tăng lên gấp 2 lần, từ 1.500 TEU/năm lên 3.000 triệu TEU/năm.

Chúng tôi dự phóng KQKD trong thời gian 10 năm nhằm phản ánh đầy đủ tiềm năng tăng trưởng của cảng GML (bảng 18). Trong giai đoạn 2025 – 2034, dự phóng CAGR của sản lượng container, doanh thu và LNST của GML lần lượt đạt 9%/ 11%/15%, tương ứng đạt 3,7 triệu TEU, 8.325 tỷ đồng và 3.071 tỷ đồng vào năm 2034.

Bảng 18: Dự phóng KQKD của GML

Chỉ tiêu (Tỷ đồng)	2025F	+/- YoY	2026	+/- YoY	CAGR 2030 - 2034	Giải định
Sản lượng ('000 TEU)	1.765	2%	1.855	5%	7%	Năm 2025, dự báo sản lượng tăng trưởng nhẹ trên mức nền cao của cùng kỳ do bối cảnh chạy đua xuất khẩu trước khi thuế đối ứng có hiệu lực. GML cũng đang đa dạng hóa thị trường với việc có thêm 4 tuyến dịch vụ mới đi Châu Phi, Canada, Brazil và Châu Âu. Bước sang năm 2026, sản lượng được dự báo dẫn lấy lại đà tăng trưởng và chuỗi cung ứng từng bước ổn định. Với năng lực cạnh tranh cao và nhu cầu XNK hàng hóa ngày càng tăng trong dài hạn, chúng tôi dự báo CAGR trong giai đoạn 2030 – 2034 đạt 7% YoY. Hàm ý rằng, mỗi giai đoạn 2A và 2B của GML sẽ lấp đầy 100% công suất thiết kế sau khoảng 3 năm hoạt động.
Giá xếp dỡ (USD/TEU)	66		66			
Doanh thu thuần	3.330	4%	3.571	7%	9%	
Xếp dỡ container	3.027	4%	3.246	7%		Chúng tôi giả định GML sẽ duy trì giá xếp dỡ ở mức trần của Thông tư 39/2023/TT-BGTVT. Giá dịch vụ quy đổi sang VND sẽ tăng trung bình 2%/năm theo tỷ giá USD/VND.
Kho vận	303	4%	325	7%		
Biên EBITDA	49%		48%			
EBITDA	1.629	5%	1.726	6%	9%	Giả định doanh thu của các dịch vụ hậu cảng như kho bãi, kê khai hải quan,... chiếm tỷ trọng 10% doanh thu dịch vụ xếp dỡ container. Dựa theo dữ liệu quá khứ giai đoạn 2022 – 2024, chúng tôi ước tính biên EBITDA đạt trung bình 49%. Giả định mức biên EBITDA được duy trì trong giai đoạn dự phóng. Chúng tôi nhận thấy đây là mức hợp lý khi biên EBITDA của GML tương đương với mức trung bình của các doanh nghiệp cảng nước sâu trên thế giới.
Khấu hao	-449	0%	-449	0%		
Lợi nhuận từ HĐKD (EBIT)	1.180	6%	1.277	8%	13%	
Chi phí lãi vay	-209	-21%	-199	-5%		Ước tính phần lớn chi phí khấu hao máy móc thiết bị của GD 1 sẽ kết thúc vào năm 2031 nên CAGR của EBIT vượt trội so với EBITDA.
LNTT	971	15%	1.078	11%	15%	
Thuế TNDN	-97		-108			
LNST	874	4%	971	11%	15%	Sau giai đoạn 2A, nguồn vốn của GML sẽ được cải thiện đáng kể, chúng tôi cho rằng GML đầu tư giai đoạn 2B mà không cần vốn vay. Chi phí lãi vay sẽ giảm đáng kể trong giai đoạn 2030 – 2034. Do đó, CAGR của LNTT cao hơn so với EBIT. GML được hưởng ưu đãi thuế TNDN, thuế suất 0% trong bốn năm đầu hoạt động và giảm 50% trong 9 năm tiếp theo, tương ứng với thuế suất 10%. Kết thúc 4 năm đầu hoạt động, GML sẽ bước vào chu kỳ 9 năm với thuế suất 10% kể từ năm 2025.

Nguồn: CTCK Rông Việt

Bảng 19: Dòng tiền tự do FCFF

Chỉ tiêu (Tỷ đồng)	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
LNST	874	971	977	1.285	1.434	1.580	1.862	2.442	2.744	3.071
+ Khấu hao TSCĐ	449	449	631	631	826	826	826	504	504	504
- Thay đổi VLĐ	127	29	85	104	86	72	77	76	83	94
- CAPEX	-1.435	-2.290	-120	-1.510	-2.349	-120	-120	-120	-120	-120
FCFF	-240	-900	1.402	301	-175	2.213	2.490	2.750	3.046	3.362

Nguồn: CTCK Rông Việt

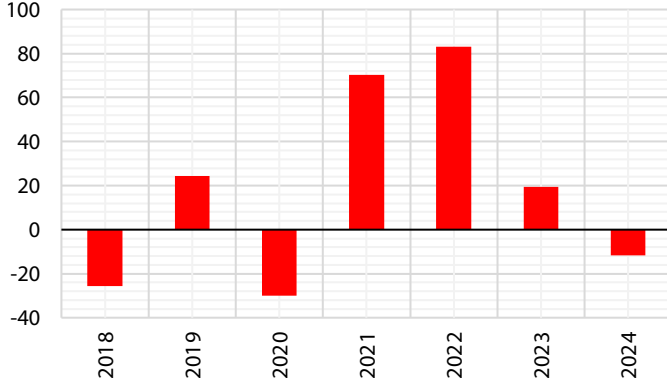
LĨNH VỰC LOGISTICS

CJ Gemadept Shipping và CJ Gemadept Logistics được thành lập năm 2018 sau thương vụ thoái vốn Gemadept Shipping và Gemadept Logistics cho Tập đoàn CJ Group.

CJ Gemadept Shipping (GSC): cung cấp dịch vụ vận tải container đường biển, khai thác thị trường nội địa và nội Á. GSC đang sở hữu và vận hành đội tàu sông và hai tàu biển là Pacific Grace và Pacific Express.

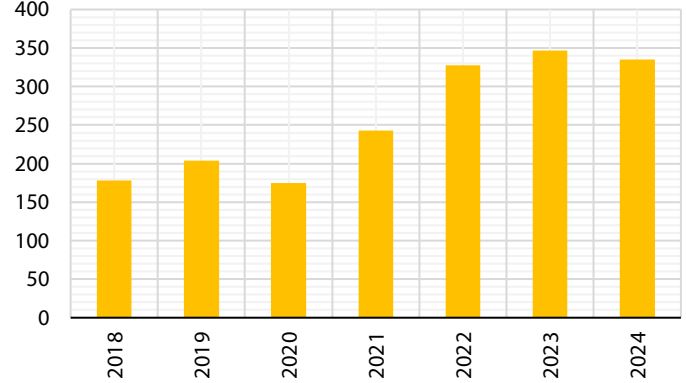
Năm 2021 – 2022, giá cước vận tải biển và cho thuê tàu định hạn tăng mạnh bởi đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu, tắc nghẽn tại kênh đào Suez nên LNST của Công ty có bước tăng trưởng mạnh trước khi quay trở lại mức bình thường.

Hình 37: LNST của CJ Gemadept Shipping (Tỷ đồng)



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Hình 38: Giá trị VCSH của CJ Gemadept Shipping (Tỷ đồng)

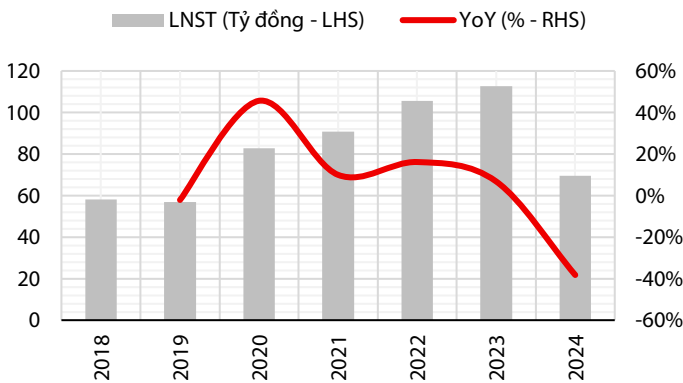


Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

CJ Gemadept Logistics: đang vận hành hệ thống TTPP và kho hàng với tổng diện tích hơn 450.000 m² tại các trung tâm kinh tế trọng điểm như TP. HCM, Bình Dương, Cần Thơ, Hậu Giang, Hà Nội, Hải Phòng, Bắc Ninh, Hưng Yên, Hải Dương, Đà Nẵng, Quy Nhơn... phục vụ đa dạng các mặt hàng gồm FMCG, F&B, Chuỗi bán lẻ, đồ gỗ nội thất, hàng điện tử, nguyên vật liệu, linh kiện ô tô...

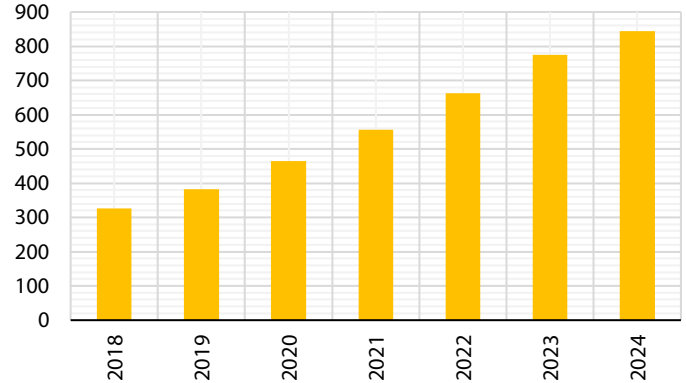
Sứ mệnh của công ty góp phần thiện chuỗi dịch vụ khép kín từ nhà cung cấp tới khách hàng của GMD. Trong giai đoạn 2019 – 2024, LNST của Công ty đạt tốc độ tăng trưởng kép 3%, tương đương với mức tăng trưởng kép mảng kinh doanh kho vận của Tập đoàn.

Hình 39: LNST của CJ Gemadept Logistics



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Hình 40: Giá trị VCSH của CJ Gemadept Logistics (Tỷ đồng)



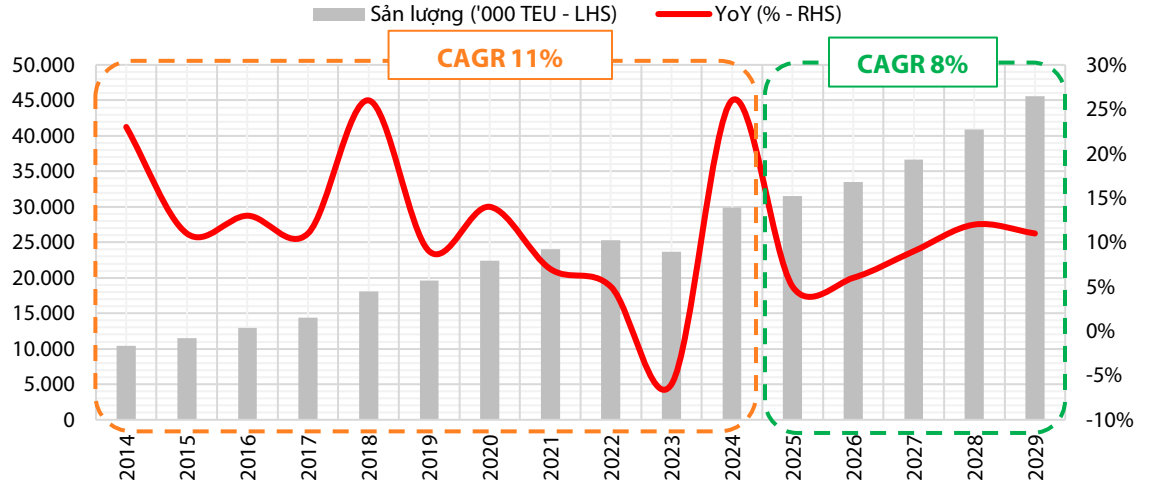
Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 6 – TRIỂN VỌNG NGÀNH CẢNG BIỂN (Quay lại mục lục)

Ngành cảng biển của Việt Nam gặp thử thách trong ngắn hạn nhưng sẽ từng bước vượt qua

Dựa theo phương pháp từ trên xuống (Top - down), chúng tôi dự báo lưu lượng container thông qua Việt Nam đạt tốc độ tăng trưởng kép 8% trong xuyên suốt giai đoạn dự phóng, đạt 30,9 triệu TEU vào năm 2025 và tăng lên 42,4 triệu TEU vào năm 2029.

Hình 41: Sản lượng container thông qua Việt Nam

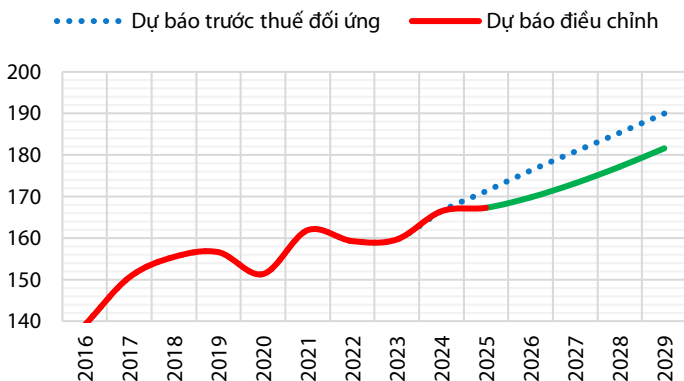


Nguồn: Vinamarine, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi đưa ra dự báo về lưu lượng container dựa trên những giả định sau:

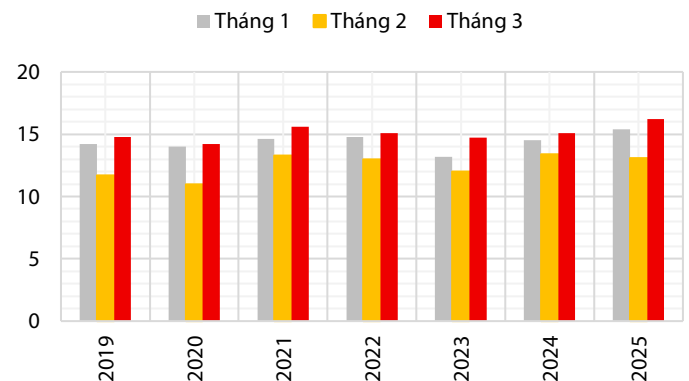
- Lưu lượng container toàn cầu được dự báo tăng trưởng kép 2,1% trong giai đoạn 2025 - 2029**
 Triển vọng thương mại toàn cầu cho năm 2025 đang ở trạng thái khó đoán định bởi hàng rào thuế quan và chính sách thương mại bất ổn trong nhiệm kỳ thứ hai của Tổng thống Donald Trump.
 Dựa theo tin hiện tại từ chính sách thuế quan hiện tại của Mỹ, WTO, Drewry và Clarkson dự báo lưu lượng container của năm 2025 đi ngang svck. Nhìn chung, các tổ chức lớn trên thế giới nghiên cứu về thị trường hàng hải đều đã giảm điều chỉnh giảm đáng kể dự báo tăng trưởng, từ mức 2,3 – 2,7% vào thời điểm đầu năm 2025. Do đó, chúng tôi dự phóng lưu lượng hàng hóa dự báo đạt 167 triệu TEU (đi ngang svck).
 Trong Q1-FY25, lưu lượng container toàn cầu đạt 45 triệu TEU (+4,2% YoY) (hình). Điều này hàm ý rằng lưu lượng container sẽ tăng trưởng âm trong 2H2025 khi chính sách thuế quan dần thâm thấu vào nền kinh tế.

Hình 42: Dự phóng lưu lượng hàng hóa container



Nguồn: WTO, Drewry, Unctad, CTCK Rồng Việt

Hình 43: Lưu lượng hàng hóa container toàn cầu vận chuyển trong quý đầu năm

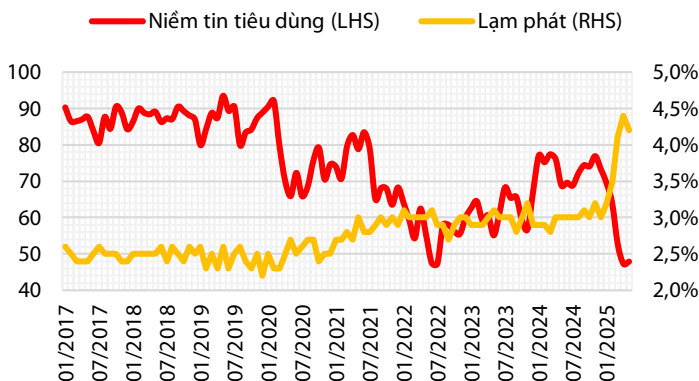


Nguồn: Container Trades Statistics, CTCK Rồng Việt

- Sau công bố áp thuế đối ứng, dự báo lưu lượng hàng hóa toàn cầu được điều chỉnh giảm do các chỉ số kinh tế dẫn dắt của Mỹ đang phát tín hiệu tiêu cực về nhu cầu tiêu dùng trong nửa cuối năm 2025 (hình 44).
 - Khảo sát tháng 4/2025 của Đại học Michigan, chỉ số niềm tin tiêu dùng giảm mạnh về mức 47,3 điểm, tương đương mức thấp nhất kể từ năm 2017, và lạm phát kỳ vọng trong 12 tháng tới tăng mạnh lên mức 4,4%.
 - Tín hiệu hạ nhiệt khi Mỹ và Trung Quốc đã tạm hoãn triển khai các mức thuế bổ sung, khiến tâm lý thị trường bớt căng thẳng hơn. Trong khảo sát tháng 05/2025, niềm tin tiêu dùng tăng nhẹ lên mức 47,9 và lạm phát kỳ vọng giảm về mức 4,2%. Nhìn chung, niềm tin của người tiêu dùng trong 12 tháng tiếp theo đang rất yếu.
- Thêm một chỉ báo kinh tế dẫn dắt cho yếu tố thương mại toàn cầu sẽ yếu đi trong nửa cuối năm 2025, đó là mức độ tồn kho tại Mỹ không quá thấp và hiệu ứng nhập hàng trước ngày 9/7/2025 sẽ làm giảm nhu cầu nhập khẩu trong 2H2025.
 - Hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam trải qua giai đoạn suy yếu vào năm 2023 khi các nhà bán lẻ Mỹ đã tích trữ lượng lớn hàng tồn kho từ cuối 2022, thể hiện thông qua mức tồn kho của khối hạ nguồn cao hơn so với thượng nguồn (hình 45).
 - Tham chiếu với hiện tại, dữ liệu từ Q2-FY25 cho thấy tồn kho tại khu vực hạ nguồn và thượng nguồn đang thu hẹp, phản ánh quá trình giải phóng hàng tồn diễn ra đều đặn. Tuy nhiên, mức tồn kho hiện chưa đủ thấp để kích hoạt làn sóng nhập hàng mới trên quy mô lớn.
 - Trước hạn chót áp dụng thuế đối ứng ngày 9/7/2025, khả năng cao sẽ xuất hiện một đợt “chạy nước rút” nhập khẩu hàng hóa vào Mỹ, khiến hàng tồn kho tăng mạnh trong ngắn hạn. Tuy nhiên, đây chỉ là hiệu ứng tức thời.
 - Từ sau sự kiện nhập hàng ồ ạt vào năm 2022, các doanh nghiệp Mỹ cũng đã linh hoạt hơn trong việc kiểm soát hàng tồn kho, duy trì ở mức vừa phải. Nhu cầu thương mại chỉ có thể phục hồi bền vững hơn từ năm 2026, khi hàng tồn thực sự xuống thấp và chu kỳ tích trữ quay trở lại.

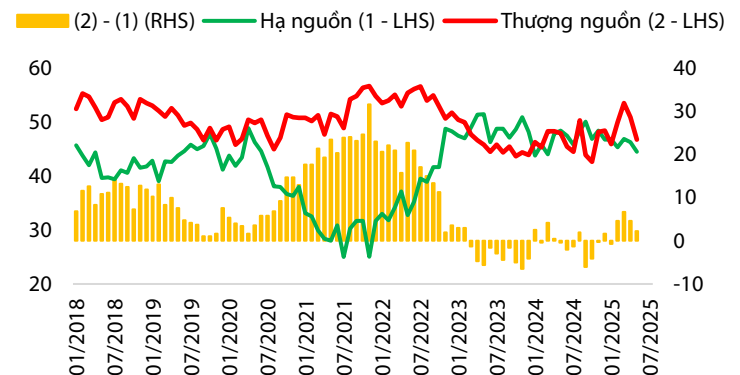
Việc tách thành phần hàng tồn kho của hạ nguồn khỏi tổng mức hàng tồn kho có thể cung cấp cái nhìn sâu sắc về mức tồn kho ở thượng nguồn (khối cung ứng nguyên liệu đầu vào) và hạ nguồn (khối sản xuất bán lẻ). Sự khác biệt ngày dương cho thấy mức tồn kho thấp ở phía hạ nguồn, và thượng nguồn đang trong giai đoạn bổ sung hàng tồn kho. Trong khi chỉ số thấp hoặc âm cho thấy hàng tồn kho của hạ nguồn ngày càng tăng và nhu cầu chậm lại, hàm ý rằng khối thượng nguồn đang bước vào giai đoạn giảm hàng tồn kho.

Hình 44: Khảo sát niềm tin tiêu dùng kỳ vọng và lạm phát kỳ vọng của Mỹ



Nguồn: University of Michigan, CTCK Rồng Việt

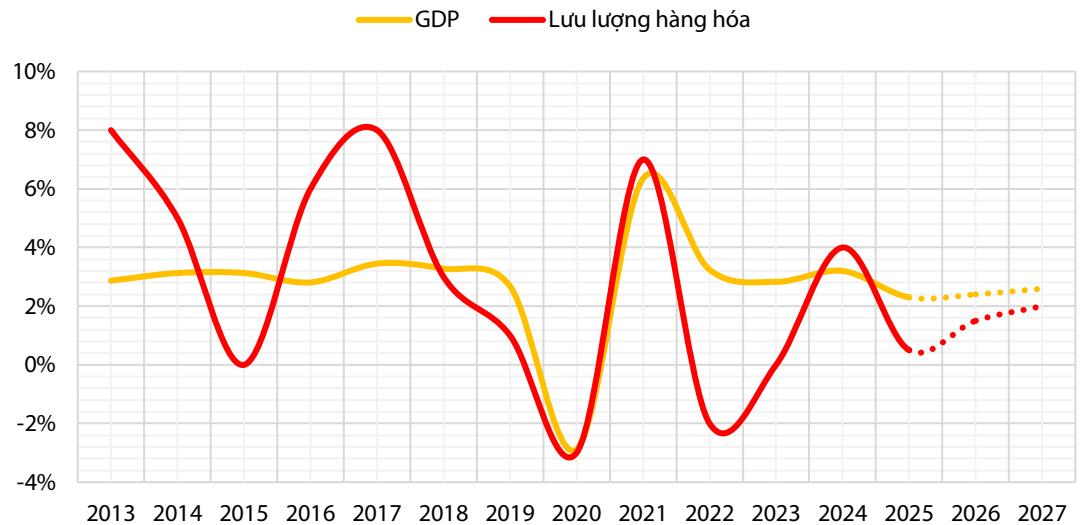
Hình 45: Mức độ hàng tồn kho tại Mỹ



Nguồn: MacroMicro, CTCK Rồng Việt

- Tăng trưởng kinh tế toàn cầu kỳ vọng quay lại quỹ đạo dài hạn sẽ là “mỏ neo” hỗ trợ nhu cầu giao thương hàng hóa.
 - Dù mối tương quan giữa tăng trưởng GDP và lưu lượng hàng hóa toàn cầu đang suy giảm, thương mại vẫn duy trì xu hướng biến động đồng pha và mạnh hơn GDP. Xu hướng này bị chi phối bởi các yếu tố như chủ nghĩa bảo hộ, dịch chuyển chuỗi cung ứng và cấu trúc kinh tế nội tại của các thị trường lớn (Mỹ, EU, Trung Quốc). Tuy vậy, thương mại quốc tế vẫn phản ứng nhạy hơn với chu kỳ tăng trưởng.
 - Theo World Bank, GDP toàn cầu được dự báo phục hồi ổn định với mức tăng 2,3–2,6% giai đoạn 2025–2027, nhờ xu hướng giảm lạm phát và nới lỏng chính sách tiền tệ, qua đó thúc đẩy đầu tư – yếu tố có mức độ nhập khẩu cao.

Hình 46: Dự báo tăng trưởng GDP và lưu lượng hàng hóa container toàn cầu



Nguồn: World Bank, Unctad, CTCK Rồng Việt

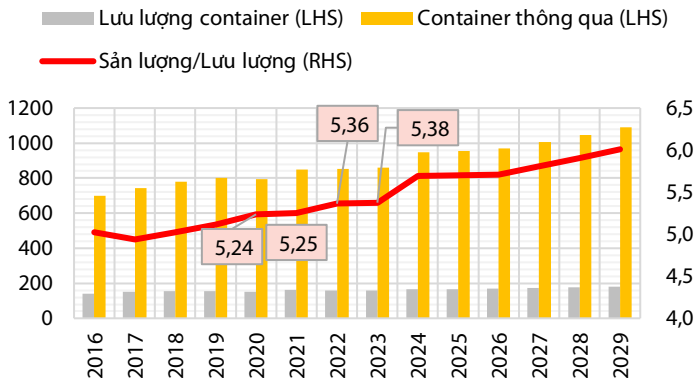
• **Dự phóng sản lượng container thông qua trên toàn cầu**

Dự phóng sản lượng container thông qua cảng trên toàn cầu đạt tốc độ tăng trưởng kép là 2,3 % trong giai đoạn 2025 – 2029. Tương ứng sản lượng đạt 918 triệu TEU vào năm 2025 và 1.006 triệu TEU vào năm 2029.

- Chúng tôi sử dụng chỉ số sản lượng/lưu lượng để đưa ra mối tương quan giữa lưu lượng container vận chuyển và sản lượng container thông qua hàng năm. Chỉ số này thể hiện một container có thể đi qua nhiều bến cảng trung gian (hàng trung chuyển, hàng tạm nhập – tái xuất,...) trước khi đến cảng đích trong một hải trình.
- Chỉ số này có xu hướng tăng trung bình 0,1 điểm trong giai đoạn 2013 đến 2024. Hàm ý sự phát triển nhanh của hệ thống cảng biển thế giới. Thêm vào đó, các hãng tàu với quy mô ngày càng lớn đã gia tăng sự hiện diện trong chuỗi cung ứng bằng cách mở thêm tuyến dịch vụ, thêm các chân cảng vào hải trình. Do đó, chuỗi cung ứng ngày càng được mở rộng, tính kết nối giữa các khu vực tăng lên khi có thêm nhiều cảng tham gia vào quá trình luân chuyển hàng trên thế giới.
- Tuy nhiên, trong năm 2021 và 2023 xảy ra hai sự kiện lớn ảnh hưởng đến dòng chảy thương mại là đứt gãy chuỗi cung ứng khi Trung Quốc thực hiện chính sách Zero-COVID và lạm phát toàn cầu leo cao, dẫn đến chỉ số lưu lượng/sản lượng chỉ đi ngang so với cùng kỳ.
- Bối cảnh năm 2025, các hãng vận tải sẽ cần thời gian từ 1 – 2 năm để điều chỉnh lịch tàu và cơ cấu lại tuyến dịch vụ khi có hai sự kiện ảnh hưởng đến chuỗi cung ứng, đó là: Mỹ áp dụng phí cập cảng đối với tàu được sản xuất bởi Trung Quốc và cuộc chiến thương mại giữa Mỹ - Trung Quốc.

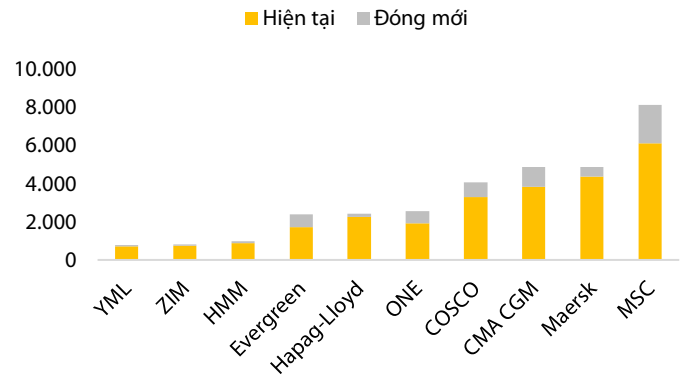
- Dựa trên dữ liệu quá khứ và bối cảnh hiện tại, chúng tôi giả định chỉ số sản lượng/lưu lượng đi ngang trong năm 2025 – 2026 và trở lại quỹ đạo tăng trung bình 0,1 điểm từ năm 2027 – 2029.

Hình 47: Sản lượng container thông qua cảng trên toàn cầu được dự báo sẽ tiếp tục duy trì được đà tăng trưởng



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 48: Mức độ mở rộng cung tải của các hãng tàu



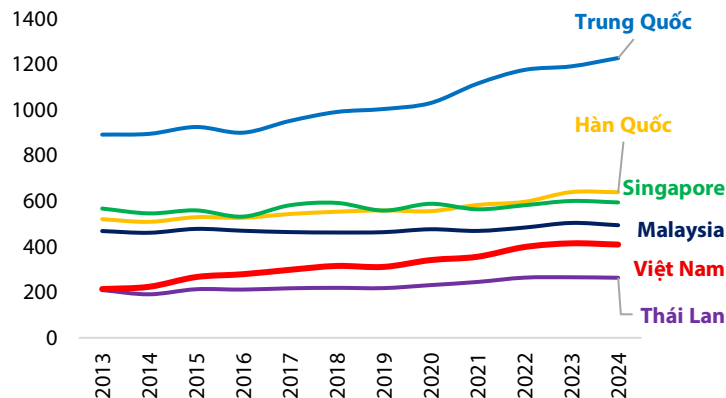
Nguồn: Alphaliner, CTCK Rồng Việt

Việt Nam đã tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng toàn cầu là cơ sở dự phóng thị phần hàng hóa thông qua Việt Nam sẽ tăng thêm 20 bps mỗi năm trong giai đoạn 2025 – 2029.

- Việt Nam đã trở thành một trung tâm sản xuất quan trọng trong chuỗi cung ứng toàn cầu nhờ chi phí nhân công thấp, phù hợp với các ngành thâm dụng lao động, cụ thể trong lĩnh vực điện tử, dệt may, nông – thủy sản. Trong bối cảnh chiến tranh thương mại từ năm 2018, Việt Nam có vị trí địa lý thuận lợi (trung tâm Đông Nam Á và tiếp giáp Trung Quốc – công xưởng lớn nhất thế giới) nên đã thu hút được vốn FDI ([xem thêm tại trang 37](#)).
- Chỉ số Kết nối vận tải (LSCI) (*) của Việt Nam đã có bước tiến đáng kể trong 10 năm gần đây, từ mức 214 điểm vào năm 2013 lên 410 điểm vào năm 2024 (hình 49), tương ứng thị phần container thông quan được mở rộng trung bình 20 bps (trừ hai năm 2021 và 2023 bị ảnh hưởng bởi COVID-19 và lạm phát toàn cầu) (hình 50). Với nhận định chuỗi cung ứng khó dịch chuyển sang khu vực khác ([xem thêm tại trang 37](#)) nên Việt Nam sẽ tiếp tục quỹ đạo mở rộng thị phần.

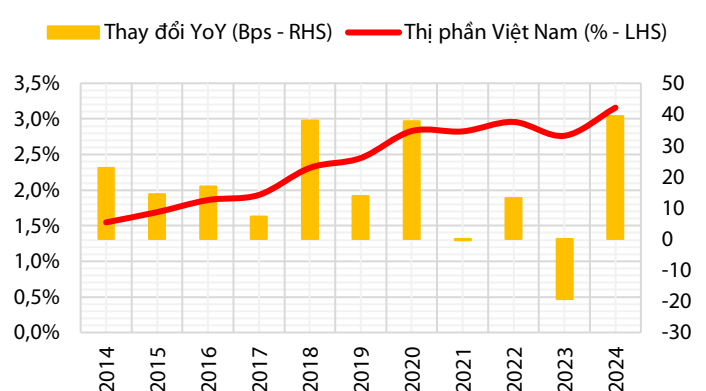
(*) Chỉ số LSCI sử dụng trong ngành hàng hải để đo lường mức độ kết nối giữa các quốc gia với mạng lưới vận chuyển container toàn cầu. Quốc gia có điểm số cao giúp rút ngắn thời gian xếp dỡ hàng, thời gian chờ tại cảng, giảm chi phí và tăng độ tin cậy cho các hãng tàu. Chỉ số này dựa trên sáu nhân tố: (1) số lượt tàu cập cảng mỗi tuần, (2) Công suất khai thác, (3) Số lượng tuyến dịch vụ, (4) Số lượng hãng tàu, (5) Kích thước tàu lớn nhất theo từng tuyến và (6) Số lượng cảng quốc gia (hoặc cảng) được kết nối trực tiếp.

Hình 49: Chỉ số kết nối của Việt Nam dần thu hẹp khoảng cách với các quốc gia trong khu vực



Nguồn: Unctad, CTCK Rồng Việt

Hình 50: Thay đổi thị phần container thông qua Việt Nam trong chuỗi cung ứng toàn cầu



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Dự phóng sản lượng container thông qua hai cụm cảng chính của Việt Nam

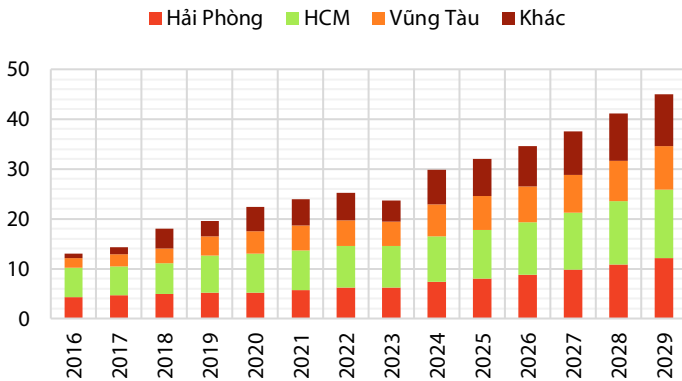
Hai cảng HTIT (Lạch Huyện bến 3&4) và HHIT (Lạch Huyện bến 5&6) đi vào hoạt động trong năm 2025, đưa tổng công suất khu vực tăng từ mức 8,5 triệu TEU/năm lên 12,2 triệu TEU/năm. Với việc công suất tăng thêm, Hải Phòng sẽ có nhiều dư địa để mở thêm các tuyến dịch vụ mới, và gia tăng cạnh tranh giữa các cảng nước sâu trong cả nước. Do đó, thị phần của khu vực Hải Phòng sẽ được mở rộng.

- **Hải Phòng:** Chúng tôi dự phóng sản lượng đạt tốc độ tăng trưởng kép 11% trong giai đoạn 2025 – 2029. Mỗi năm thị phần được mở rộng 50 bps bởi thu hút được hàng hóa từ cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải. Qua đó, sản lượng dự phóng đạt 8 triệu TEU vào năm 2025 và 12,1 triệu TEU vào năm 2029. ([Quay lại trang 25](#))

Giai đoạn trước 2025, Hải Phòng chỉ có cảng nước sâu HICT (Lạch Huyện bến 1&2) đã hoạt động tối đa công suất, số lượng tuyến dịch vụ đến điểm giới hạn, hàng container không đủ chỗ cần di chuyển vào phía Nam để kịp thời gian giao nhận cho khách hàng. Nhờ có thêm hai cảng sẽ giúp số lượng chuyển tải dồi dào hơn và hàng hóa được chuyển trực tiếp từ Hải Phòng mà không cần di chuyển vào phía Nam.

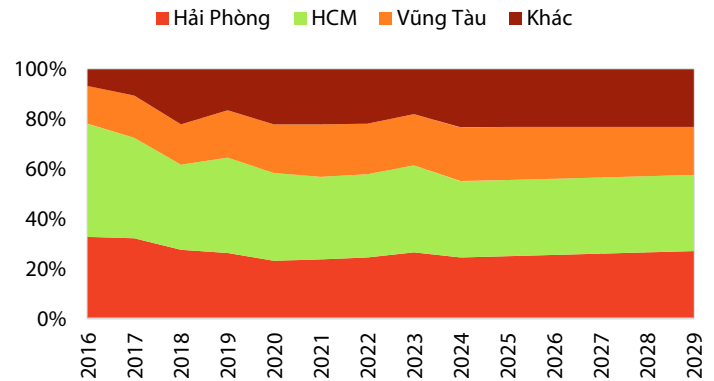
- **Cái Mép – Thị Vải:** Chúng tôi dự phóng sản lượng đạt tốc độ tăng trưởng kép 6% trong giai đoạn 2025 – 2029, thấp hơn mức tăng của cả nước do thị phần thu hẹp khi hai cảng nước sâu tại Hải Phòng đi vào hoạt động như đã nêu phía trên. Sản lượng dự phóng đạt 6,6 triệu TEU vào năm 2025 và 8,4 triệu TEU vào năm 2029.

Hình 51: Sản lượng container thông qua từng khu vực của Việt Nam



Nguồn: VPA, CTCK Rồng Việt

Hình 52: Thị phần container thông qua từng khu vực của Việt Nam



Nguồn: VPA, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 7 – VAI TRÒ CỦA VIỆT NAM TRONG CHUỖI CUNG ỨNG TOÀN CẦU (Quay lại mục lục)

Việt Nam đã khẳng định vai trò là trung tâm sản xuất và thương mại trong chuỗi giá trị toàn cầu. Việc Mỹ áp thuế đối ứng có thể ảnh hưởng đến sức cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam tại thị trường này, tuy nhiên mức thuế chênh lệch không đáng kể so với các nước trong khu vực như Campuchia, Indonesia hay Bangladesh. Hơn nữa, Mỹ dù là thị trường tiêu dùng lớn nhất nhưng không phải duy nhất đối với sản phẩm của Việt Nam. Do đó, chúng tôi cho rằng khả năng dịch chuyển toàn bộ chuỗi cung ứng khỏi Việt Nam là khó xảy ra. (Quay lại trang 29)

Bảng 20: Các tiêu chí đánh giá năng lực của Việt Nam trong chuỗi cung ứng

Chỉ tiêu	Đánh giá
Dòng vốn FDI	Doanh nghiệp FDI có vai trò quan trọng trong hoạt động thương mại. Vốn FDI vào Việt Nam chỉ xếp sau Singapore trong khu vực Đông Nam Á và tăng trưởng đều đặn với CAGR 6% từ 2015 – 2024.
Chi phí dịch chuyển chuỗi cung ứng	Chi phí dịch chuyển chuỗi cung ứng cao giúp duy trì ổn định cho các nhà sản xuất, hạn chế việc rút vốn. Ước tính giá trị chi phí chuyển đổi chuỗi sản xuất bằng 60 – 125% của khoản đầu tư ban đầu, tùy thuộc vào từng ngành công nghiệp.
Nhóm hàng trọng yếu	Theo các nhà lãnh đạo Mỹ, nhóm hàng hóa có tính thâm dụng lao động cao như dệt may, giày dép, thủy sản đóng góp tỷ trọng lớn vào sản lượng thông qua cảng không phải nhóm hàng mục tiêu của thuế quan từ Mỹ. Đây là nhóm hàng giá trị thấp nhưng ước tính đóng góp tỷ trọng có thể lên tới 60% sản lượng thông qua cảng.
Hiệp định thương mại	Việt Nam sở hữu mạng lưới FTA đa dạng và chất lượng cao, bao gồm các hiệp định với EU, Anh, Nhật Bản và Hàn Quốc – những thị trường khó tính nhưng có giá trị thương mại cao. Điều này tạo điều kiện cho việc đa dạng hoá hoạt động xuất khẩu

Nguồn: CTCK Rông Việt

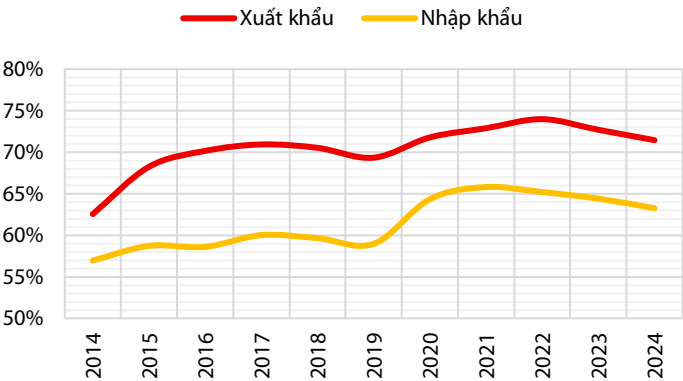
Vốn đầu tư FDI tại Việt Nam (Quay lại trang 35)

Khối FDI đóng vai trò quan trọng trong dòng chảy thương mại tại Việt Nam. Tỷ trọng giá trị xuất và nhập khẩu duy trì đóng góp lần lượt trên 65% và 55% trong vòng 10 năm gần nhất (hình 53). Đầu tư FDI không chỉ mang tính ngắn hạn mà thể hiện niềm tin chiến lược và cam kết gắn bó dài hạn của nhà đầu tư với môi trường kinh doanh và triển vọng tăng trưởng của Việt Nam.

Dòng FDI chảy vào Việt Nam là kết quả của sự kết hợp giữa yếu tố nội tại (chính sách, lao động, hạ tầng) và bối cảnh quốc tế (dịch chuyển chuỗi cung ứng sau chiến tranh thương mại kể từ 2018). Việt Nam hiện là một trong những trung tâm sản xuất hấp dẫn tại Châu Á.

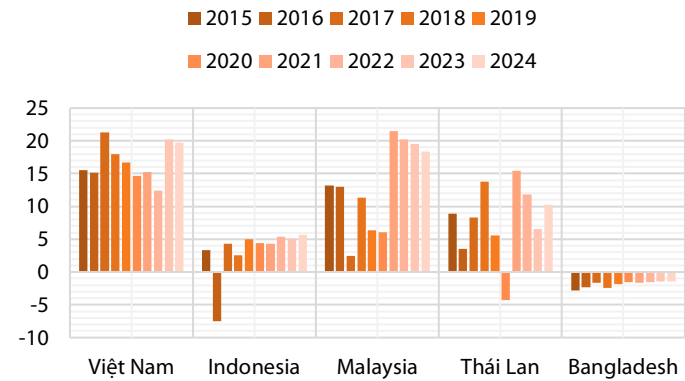
So với các quốc gia trong khu vực Đông Nam Á, Việt Nam hiện đang đứng thứ 2 sau Singapore về vốn đầu tư FDI hàng năm. Trong khi đó, Bangladesh được xem là nước có chi phí nhân công giá rẻ nhưng vốn FDI liên tục sụt giảm qua các năm bởi yếu tố chính trị bất ổn.

Hình 53: Khối FDI đóng vai trò quan trọng trong hoạt động thương mại của Việt Nam



Nguồn: Fiinx, CTCK Rông Việt

Hình 54: Dòng vốn FDI tại một số quốc gia Châu Á



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Chi phí dịch chuyển chuỗi cung ứng cao là yếu tố ràng buộc

Chi phí dịch chuyển là chỉ báo then chốt phản ánh độ khó khi dịch chuyển chuỗi cung ứng. Tại Việt Nam, chi phí dịch chuyển cao góp phần duy trì ổn định cho các nhà sản xuất, cảng biển và logistics, hạn chế việc rút vốn khi xuất hiện cú sốc như thuế đối ứng hay trật tự thương mại thay đổi – một luận điểm quan trọng để củng cố quan điểm rằng chuỗi cung ứng Việt Nam khó bị ảnh hưởng trong ngắn hạn.

Chi phí dịch chuyển gồm có ba hạng mục cơ bản:

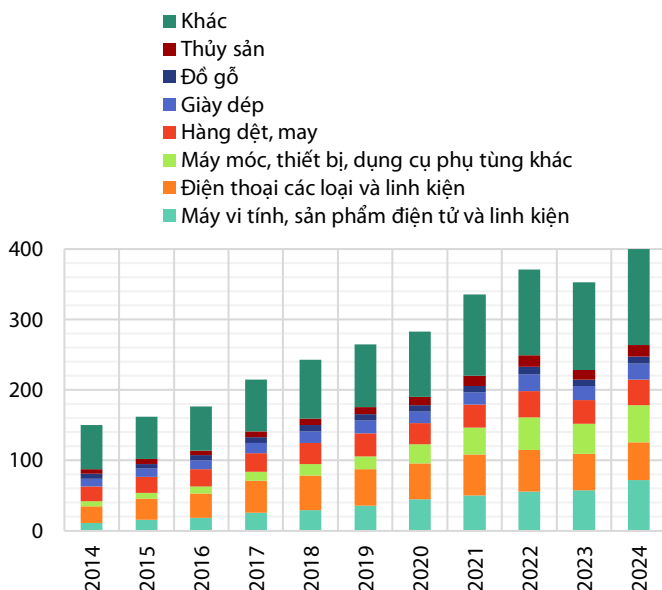
- **Chi phí quy trình:** nằm ở bước tìm kiếm, lựa chọn, thử nghiệm và chuyển nhà cung cấp mới – tốn thời gian, nguồn lực và có rủi ro hiệu suất. Ước tính chi phí này chiếm tỷ trọng từ 5 – 15% tổng mức đầu tư của dự án.
- **Chi phí tài chính:** bao gồm phí hủy hợp đồng cũ, đầu tư thiết bị mới, di dời và vận chuyển máy móc thiết bị, đào tạo nhân lực, xin giấy phép, đáp ứng quy định về môi trường và chi phí vận hành ban đầu với quốc gia thay thế. Chiếm tỷ trọng chính trong một dự án từ 50 – 80% tổng mức đầu tư. Trong vài trường hợp, chi phí thực tế phát sinh có thể vượt quá chi phí dự toán ban đầu.
- **Chi phí vô hình:** Giảm đoạn trong giai đoạn di dời làm giảm năng suất, chậm giao hàng, giảm doanh thu, mất đi mạng lưới nhà cung cấp phụ trợ đã được phát triển, và mất đi lợi thế về lực lượng lao động lành nghề.

Các nhóm hàng giá trị thấp nhưng đóng góp tỷ trọng cao vào sản lượng container dự kiến vẫn sẽ được sản xuất tại Việt Nam

Năm 2024, hai nhóm hàng xuất khẩu chính của Việt Nam là máy vi tính, sản phẩm điện tử và điện thoại, linh kiện đạt giá trị lần lượt là 72,5 tỷ USD (+26% YoY) và 53,9 tỷ USD (+3% YoY), chiếm tỷ trọng lần lượt là 19% và 14% tổng giá trị xuất khẩu.

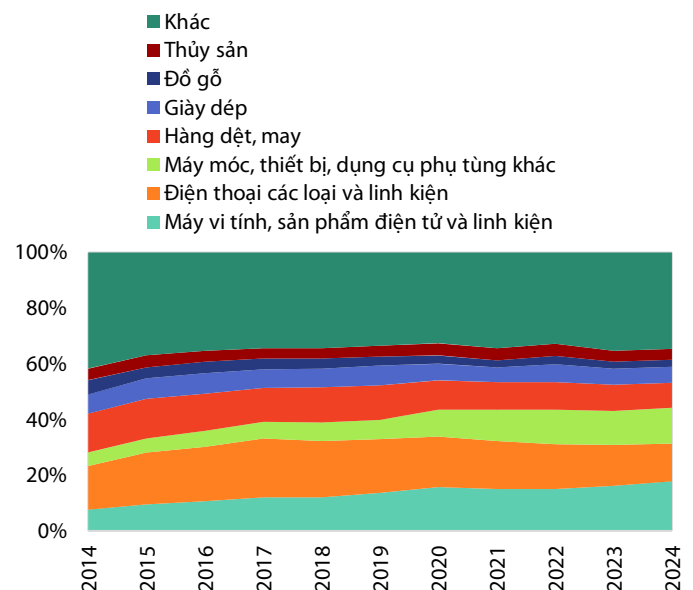
Trong khi đó, giá trị xuất khẩu hàng dệt may, giày dép, đồ gỗ nội thất và thủy sản lần lượt đạt 37 tỷ USD (+11% YoY), 23 tỷ USD (+13% YoY), 16 tỷ USD (+20% YoY) và 10 tỷ USD (+12% YoY), chiếm tổng tỷ trọng 21,2% tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam. Mặc dù giá trị xuất khẩu thấp hơn khá nhiều so với nhóm đồ điện tử nhưng những nhóm hàng này lại đóng góp tỷ trọng lớn hơn trong sản lượng container. Ước tính có thể chiếm tỷ trọng lên tới 60% sản lượng container. Do đó, việc duy trì các ngành sản xuất thâm dụng lao động tại Việt Nam là yếu tố nền tảng cho sản lượng thông qua cảng.

Hình 55: Giá trị xuất khẩu của Việt Nam theo nhóm hàng (Tỷ USD)



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Hình 56: Tỷ trọng xuất khẩu của Việt Nam theo nhóm hàng



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Theo Bộ trưởng tài chính của Mỹ, mục tiêu thuế quan của Mỹ để đưa các nhóm ngành chiến lược quay trở về quốc gia này là lĩnh vực công nghệ cao như chip bán dẫn, máy tính và dược phẩm. Đối với các nhóm ngành gia công, có tính thâm dụng lao động cao như dệt may, da giày dự kiến sẽ tiếp tục được sản xuất tại các quốc gia Châu Á.

Chúng tôi cho rằng, Việt Nam vẫn là điểm đến đáng tin cậy của các thương hiệu thời trang trên thế giới:

- Qua trao đổi với các doanh nghiệp trong ngành dệt may, chi phí nhân công tại Việt Nam không chỉ rẻ mà còn sở hữu năng lực chuyên môn cao, chỉ đứng sau Trung Quốc và vượt trội hơn so với các quốc gia khác như Bangladesh hay Ấn Độ.
- Theo các báo cáo của Tổ chức Lao động Quốc tế (ILO - International Labour Organization): ILO đánh giá cao sự nhanh nhẹn và khả năng học hỏi kỹ năng mới của lao động Việt Nam trong các ngành sản xuất hàng xuất khẩu. Đặc biệt là nữ giới trong ngành may mặc, có tay nghề khéo léo, tỉ mỉ và tuân thủ kỷ luật sản xuất, có khả năng sản xuất các sản phẩm phức tạp, chất lượng cao, đáp ứng yêu cầu khắt khe của thị trường quốc tế.

Mạng lưới FTA đa dạng giúp Việt Nam giữ lợi thế cạnh tranh

Việt Nam hiện là một trong những quốc gia có độ mở thương mại cao nhất thế giới, với hơn 15 hiệp định FTA, trong đó có các hiệp định thế hệ mới như CPTPP, EVFTA, RCEP. Điều này tạo lợi thế trong xuất khẩu, giúp Việt Nam giữ vai trò trung tâm sản xuất.

Bảng 21: So sánh các hiệp định thương mại của một số quốc gia trong khu vực

Quốc gia	Hiệp định đa phương	Hiệp định song phương	Nhận xét
Việt Nam	9	8	Việt Nam hiện sở hữu mạng lưới FTA đa dạng và chất lượng cao, bao gồm các hiệp định với EU, Anh, Nhật Bản và Hàn Quốc – những thị trường khó tính nhưng có giá trị thương mại cao. Nhưng nguồn nguyên liệu phụ thuộc phần lớn vào Trung Quốc, đối thủ trực tiếp của Mỹ.
Indonesia	8	6	Sở hữu lợi thế về tài nguyên khoáng sản như than đá và dầu cò, đồng thời tận dụng hiệu quả hiệp định RCEP để thúc đẩy xuất khẩu nhóm hàng này. Tuy nhiên, hệ thống hạ tầng giao thông đường cao tốc còn hạn chế, với chỉ khoảng 35% đạt chuẩn, làm giảm sức hấp dẫn đối với dòng vốn FDI.
Malaysia	7	10	Nguồn vốn FDI hàng năm tương đương Việt Nam, và số lượng FTA cao hơn Việt Nam nên thu hút được dòng vốn chất lượng cao, tập trung chính vào sản xuất bán dẫn.
Thái Lan	7	8	Thiếu FTA quan trọng với một số thị trường lớn như Châu Âu và Mỹ. Tình hình chính trị tương đối biến động và xu hướng già hóa dân số nên không thu hút được FDI như Việt Nam
Bangladesh	2	1	Hưởng chính sách miễn thuế mạnh theo tiêu chuẩn GSP dành cho các quốc gia chưa phát triển của Châu Âu nên trở thành đối thủ cạnh tranh của Việt Nam ở thị trường này. Tuy nhiên, dự kiến ưu đãi này sẽ hết hạn trong năm 2026. Xét về tổng thể, số lượng và chất lượng các FTA của Việt Nam vượt trội hơn.

Nguồn: CTCK Rông Việt

PHỤ LỤC 8 – NĂNG LỰC CẠNH TRANH CỦA GMD TẠI HAI KHU VỰC CẢNG BIỂN CHÍNH CỦA VIỆT NAM (Quay lại mục lục)

KHU VỰC HẢI PHÒNG (Quay lại trang 25)

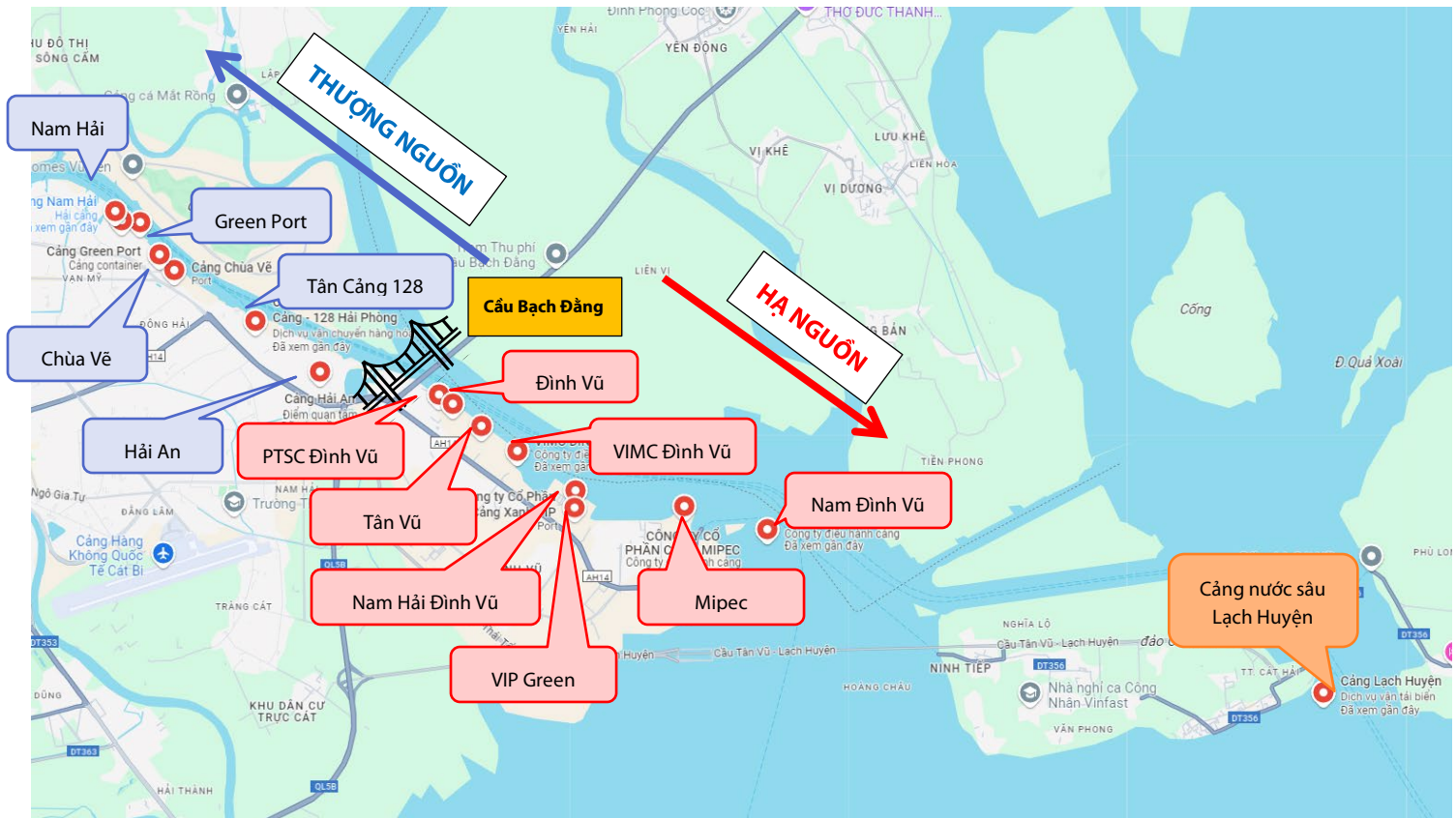
Xu hướng dịch chuyển cảng biển Hải Phòng được định hình rõ nét từ khu vực thượng nguồn sông Cấm về hạ nguồn sông Cấm và đặc biệt là ra khu vực Lạch Huyện. So sánh với thượng nguồn, hạ nguồn sở hữu vị trí địa lý đặc địa, giúp tối ưu hoạt động kinh doanh và phù hợp với chiến lược phát triển của các hãng tàu:

- Cảng thượng nguồn bị giới hạn về độ sâu luồng và vùng quay đầu, khiến tàu trên 30.000 DWT khó hoạt động một cách linh hoạt. Trong khi đó, hạ nguồn đáp ứng tốt điều kiện tiếp nhận tàu lớn, góp phần nâng cao sản lượng và giảm giá thành trên mỗi đơn vị vận chuyển.
- Vị trí sát cửa biển giúp cảng hạ nguồn rút ngắn hải trình, tiết kiệm nhiên liệu và thời gian di chuyển.
- Sau khi cầu Bạch Đằng được đưa vào khai thác, luồng tàu vào thượng nguồn bị hạn chế hơn, đặc biệt đối với tàu trên 20.000 DWT, càng thúc đẩy xu hướng dịch chuyển về hạ nguồn.

Với những chỉ tiêu tương tự, dễ thấy cảng Lạch Huyện đang sở hữu những lợi thế vượt trội so với khu vực cảng sông và hoàn toàn phù hợp với xu hướng phát triển đội tàu ngày càng lớn của các hãng vận tải.

Tuy nhiên, chi phí xếp dỡ tại các cảng sông thấp hơn khoảng 30–40% so với cảng nước sâu, nhờ đó phù hợp với các hãng vận tải khai thác tuyến nội Á. Trong khi đó, cảng nước sâu chủ yếu phục vụ hàng hóa xuất khẩu trực tiếp sang Mỹ và châu Âu. Điểm khác biệt này giúp các cảng sông vẫn duy trì được mức tăng trưởng tích cực trong dài hạn.

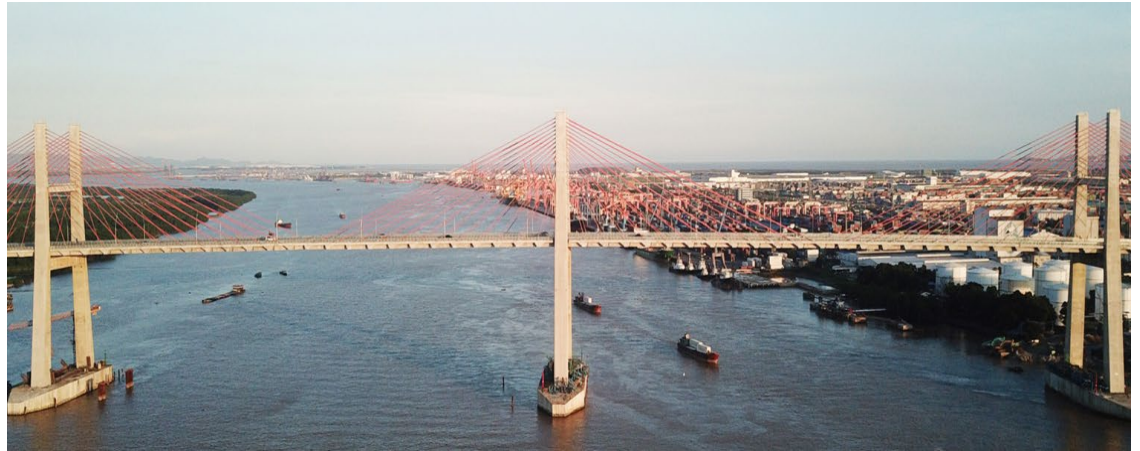
Hình 57: Hệ thống cảng biển khai thác container tại Hải Phòng



Nguồn: Google Maps, CTCK Rồng Việt

Sông Bạch Đằng giao cắt với luồng hàng hải phà Rừng và sông Cấm, khu vực có mật độ phương tiện cao, bao gồm tàu tải trọng đến 40.000 DWT và phương tiện thủy nội địa di chuyển đan xen. Trụ T29 của cầu Bạch Đằng nằm giữa lòng sông Cấm, chỉ được trang bị hệ thống chống va cho tàu 20.000 DWT, nên gây khó khăn trong việc đảm bảo an toàn nếu xảy ra va chạm. Vì vậy, việc khai thác tại các cảng phía trước cầu Bạch Đằng là lựa chọn tối ưu cho các hãng tàu.

Hình 58: Sự phân hóa tại Hải Phòng khi cầu Bạch Đằng ra đời



Nguồn: Báo Quảng Ninh, CTCK Rồng Việt

Năng lực cạnh tranh cao có thể giúp GMD mở rộng thị phần tại nhóm hạ nguồn

Trong năm 2024, GMD đã đầu tư 80 tỷ đồng và hoàn thành nâng cấp kênh đào Hà Nam qua đó nâng cấp luồng di chuyển từ cửa biển đến cảng NĐV cho các đơn vị vận chuyển từ -7,5m lên -8,5m. Mực nước sâu hơn giúp hãng tàu có thể tối ưu sản lượng trong quá trình vận chuyển.

Tính đến thời điểm hiện tại, kênh Hà Nam đã góp phần nâng cao lực cạnh tranh NĐV hơn các cảng sông khác tại hạ nguồn, đây là cảng duy nhất sở hữu sở hữu lối vào có độ sâu -8,5m và độ sâu trước bến -9,5m, giúp GMD khả năng đón những tàu có trọng tải lớn nhất khu vực lên tới 48.000 DWT.

Đây không phải là lợi thế độc quyền của GMD bởi trong Q3-FY24, Viconship (HSX: VSC) là đã được Bộ GTVT (nay là Bộ Xây dựng) chấp thuận nâng cấp kênh đào này và dự kiến sẽ thực hiện trong năm 2025. Cảng của VSC sở hữu hạ tầng và kỹ thuật gần tương đương với GMD. Việc cải tạo kênh Hà Nam giúp thu hẹp khoảng cách về công năng giữa hai cảng.

Tuy nhiên, xét tổng thể, GMD vẫn duy trì lợi thế vượt trội so với các cảng sông khác tại Hải Phòng.

Hình 59: GMD hoàn thành nạo vét kênh Hà Nam, nâng cao năng lực cạnh tranh của cảng NĐV



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Bảng 22: So sánh thông tin kỹ thuật của các cảng khai thác hàng container tại Hải Phòng

Tên cảng	Cỡ tàu tối đa có thể cập cảng (DWT)	Số lượng cầu cảng	Độ sâu trước bến (m)	Độ sâu lối vào (m)
Cảng sông				
Nam Hải	10.000	1	-7,6	-7,1
Green Port	25.000	2	-8,5	N/A
Chùa Vẽ	10.000	5	-8,7	N/A
Tân Cảng 128	15.000	1	-7,5	N/A
Hải An	25.800	1	-7,5	-7,0
PTSC Đình Vũ	20.000	1	-8,0	N/A
Đình Vũ	20.000	2	-8,7	-7,5
Tân Vũ	40.000	5	-9,0	-7,6
VIMC Đình Vũ	40.000	1	-8,2	-7,1
Nam Hải Đình Vũ	42.000	2	-8,3	-7,2
VIP Green	42.000	2	-8,5	-7,2
Mipec	3.000	1	-8,5	-7,0
Nam Đình Vũ	48.000	4	-9,5	-8,5
Cảng nước sâu Lạch Huyện				
HICT (Bến 1&2)	145.000	2	-16,0	-13,0
HTIT (Bến 3&4)	100.000	2	-16,0	-13,0
HHIT (Bến 5&6)	165.000	2	-16,8	-12,8

Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, CTCK Rồng Việt

KHU VỰC CÁI MÉP – THỊ VẢI (Quay lại trang 28)

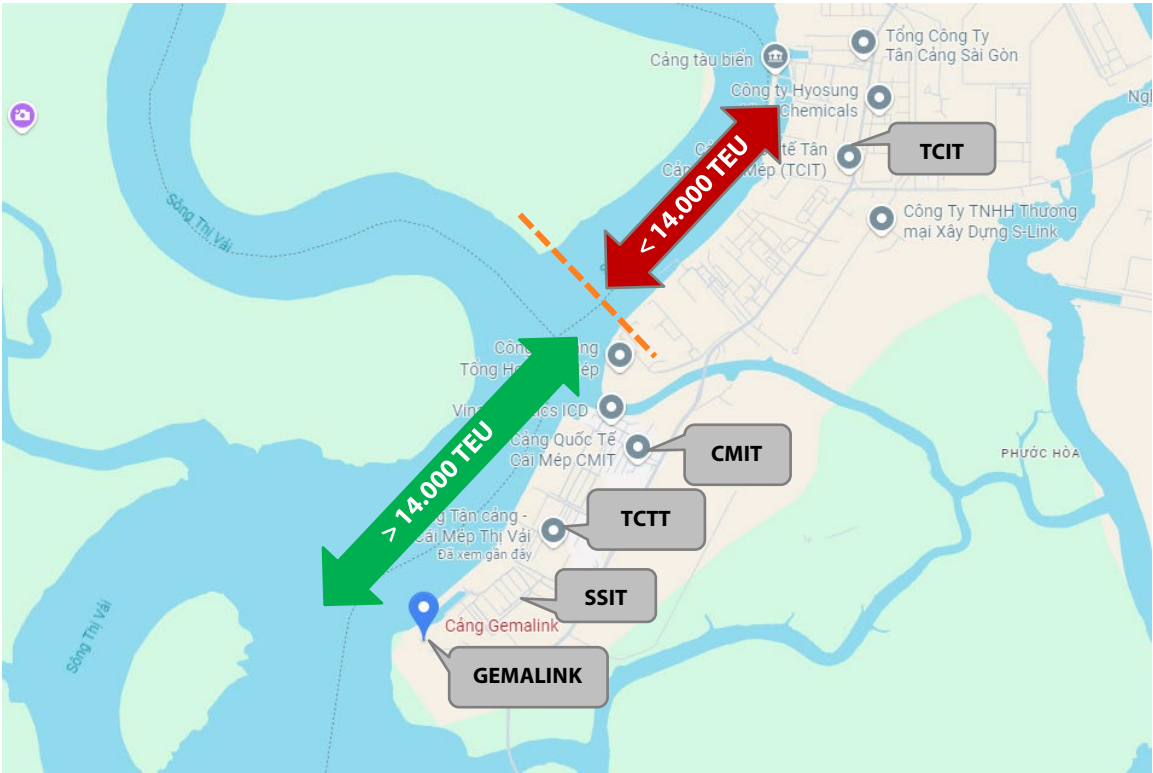
Các cảng nước sâu của Việt Nam đều niêm yết giá xếp dỡ tại mức giá trần của Thông tư 39/2023/TT-BGTVT nên yếu tố cạnh tranh cơ bản là năng lực khai thác và vị trí địa lý.

Cảng nước sâu có chi phí đầu tư rất lớn, sở hữu tiềm năng tăng trưởng dài hạn rất cao, mang lại giá trị kinh tế lớn, do đó luôn thu hút sự quan tâm của các hãng vận tải quốc tế. Ngoài yếu tố cạnh tranh cơ bản nêu trên thì thị phần của đối tác chiến lược cũng ảnh hưởng đến thị phần của cảng.

Với những tiêu chí đó, dễ thấy cảng GML đang sở hữu năng lực cạnh tranh cao hơn so với các cảng khác trong khu vực:

- **Vị trí địa lý thuận lợi:** GML nằm ở cửa sông Thị Vải, có độ sâu luồng lên tới -16,5m và vùng quay đầu rộng nên có khả năng đón tàu lớn nhất thế giới hiện nay, có trọng tải lên tới 200.000 DWT (tương đương 20.000 TEU).
- **Thiết kế tối ưu cho hoạt động xếp dỡ:** GML sở hữu chiều dài bến lên tới 990 m – lớn thứ hai tại khu vực CMTV. Trong đó, một cầu cảng dài 800m và một cầu dài 190m cho phép tiếp nhận đồng thời hai tàu mẹ và có một cầu riêng phục vụ hàng hóa nội địa. Thiết kế này giúp cảng vận hành song song hoạt động xuất nhập khẩu và trung chuyển nội địa một cách linh hoạt. Khi giai đoạn 2 hoàn thành, GML sẽ trở thành cảng có quy mô hạ tầng lớn nhất khu vực.
- **Tập khách hàng của GML là những liên minh hãng tàu lớn nhất thế giới.** Sự điều chỉnh cấu trúc liên minh ([xem thêm Nhật ký chuyên viên – Tái cấu trúc liên minh hãng tàu](#)), Ocean Alliance (CMA-CGM là thành viên) hiện là nhóm chiếm thị phần lớn nhất toàn cầu. Đồng thời, MSC là hãng tàu có tốc độ mở rộng đội tàu mạnh nhất hiện nay – đang hợp tác cùng Premier Alliance để khai thác tuyến Á – Âu đã chuyển từ CMIT sang GML.
- Đối tác chiến lược đóng vai trò then chốt đối với tăng trưởng của cảng nước sâu. Ví dụ: cảng SSIT có vị trí và thiết kế tương đương GML, cảng này lại không đạt hiệu quả khai thác tương xứng do đối tác chiến lược SSA Marine chỉ chuyên vận hành cảng mà không sở hữu đội tàu mạnh để mang hàng về cho cảng. Sau 7 năm hoạt động, SSIT mới chỉ khai thác khoảng 46% công suất thiết kế.

Hình 60: Các cảng lớn khai thác container tại khu vực CMTV



Nguồn: GMD, Google Maps, CTCK Rồng Việt

Bảng 23: Thông tin một số cảng lớn khai thác hàng container tại khu vực CMTV

Tên cảng	Cung tải tối đa (DWT)	Số lượng cầu cảng	Chiều dài bến chính (m)	Đối tác chiến lược
TCTT (TCOT cũ)	160.000	1	300	N/A
TCIT	160.000	2	320	MOL, Wanhai, Hanjin
CMIT	160.000	1	600	APM Terminal
SSIT	200.000	3	600	SSA Marine
GML	200.000	2	800	CMA – CGM

Nguồn: Cảng vụ Vũng Tàu, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 9 – RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ (Quay lại mục lục)

Trong bối cảnh kinh tế toàn cầu còn nhiều bất ổn, các xung đột địa chính trị tiếp tục kéo dài, cùng với sự thay đổi nhanh chóng trong định hướng phát triển và điều hành chính sách tại Việt Nam, chúng tôi nhận thấy có một số yếu tố rủi ro tiềm ẩn có thể ảnh hưởng đáng kể đến triển vọng kinh doanh của GMD trong trung và dài hạn.

Các rủi ro này hiện chưa được phản ánh đầy đủ vào giá mục tiêu do còn nhiều bất định về thời điểm thực hiện. Chúng tôi sẽ cập nhật các yếu tố này khi có thông tin chính thức.

Rủi ro giảm giá

- **Lưu lượng hàng hóa toàn cầu sụt giảm, dòng chảy thương mại phân mảnh nếu căng thẳng Mỹ - Trung leo thang.** Trong trường hợp đó, hàng Trung Quốc giá rẻ tìm kiếm thị trường tiêu thụ thay thế cho Mỹ dẫn đến các quốc gia khác trên thế giới gia tăng chủ nghĩa bảo hộ ngành công nghiệp nội địa.
- **Dự án mở rộng giai đoạn 2 của GML có thể chậm triển khai so với kế hoạch.** Dù được xác định là hạng mục trọng điểm của GMD và lên kế hoạch từ năm 2021, đến nay dự án vẫn chưa thực hiện. Do kế hoạch ban đầu là xây đồng thời 2A và 2B, trong khi phần 2B chưa được cấp phép kéo dài cầu bến. Kế hoạch cho năm 2025, GML quyết định triển khai độc lập giai đoạn 2A. Tuy nhiên, vẫn có khả năng dự án tiếp tục bị lùi, dẫn đến triển vọng tăng trưởng sản lượng và doanh thu trung hạn của GMD có thể không đạt kỳ vọng.
- **SCS không được cấp quyền khai thác tại sân bay quốc tế Long Thành** – Công ty liên kết bị giảm giá trị bởi chúng tôi dự báo triển vọng tăng trưởng âm trong dài hạn khi hàng hóa quốc tế dịch chuyển từ sân bay Tân Sơn Nhất về Long Thành.

Rủi ro tăng giá

- **Thay đổi giá xếp dỡ container.** Tháng 02/2025, GMD đã đề xuất Bộ GTVT (nay là Bộ Xây dựng) và Cục Hàng hải điều chỉnh tăng phí xếp dỡ tại cảng nước sâu. Thông tư 39/2023/TT-BGTVT đã có hiệu lực từ 15/02/2024 với mức tăng 10% so với trước đó, nhưng mức phí hiện tại vẫn được đánh giá là thấp hơn đáng kể so với các nước trong khu vực, dù chi phí đầu tư tương đương và chất lượng dịch vụ tại Việt Nam có phần tốt hơn. Quyết định tăng phí sẽ giúp GML cải thiện doanh thu và mở rộng biên lợi nhuận, do chi phí đầu vào không tăng tương ứng ([xem thêm tại trang 45](#)).
- **Hải Phòng và CMTV được kỳ vọng sẽ trở thành các khu thương mại tự do (FTZ) trong tương lai gần,** phù hợp với định hướng của Chính phủ về phát triển FTZ theo mô hình quốc tế, lấy Đà Nẵng làm thí điểm trước khi nhân rộng. Cảng NDV nằm tại vị trí chiến lược trong khu vực quy hoạch FTZ tại Hải Phòng, trong khi GMD cũng đang xin chủ trương để có thể đầu tư FTZ Cái Mép Hạ. Việc Đà Nẵng chính thức được phê duyệt thành FTZ ngày 16/06/2025 củng cố kỳ vọng mô hình này sẽ được mở rộng, qua đó mở ra cơ hội thu hút thêm nguồn hàng trung chuyển, sản xuất – chế biến tại chỗ, thúc đẩy tăng trưởng sản lượng và gia tăng chuỗi giá trị dịch vụ mà GMD cung cấp. ([xem thêm Nhật ký chuyên viên – Khu vực thương mại tự do](#))

PHỤ LỤC 10 – GIÁ CƯỚC XẾP DỠ THEO THÔNG TƯ 39/2023/TT-BGTVT (Quay lại mục lục)

Thông tư 39/2023/TT-BGTVT cho phép nâng giá xếp dỡ container được áp dụng kể từ ngày 15/2/2024. Khung giá xếp dỡ container được tăng 10% so với Thông tư 54/2018/TT-BGTVT. (Quay lại trang 28)

Đối với khu vực cảng sông tại Hải Phòng, các cảng không còn tình trạng giảm giá bán để cạnh tranh, phần lớn giá niêm yết nằm trong khung giá quy định (bảng 24).

Các cảng nước sâu đều được niêm yết theo mức giá trần của khung giá, tuy nhiên mức này vẫn thấp hơn khoảng 50% so với mức trung bình của các quốc gia khác trong khu vực (bảng 25). (Quay lại trang 44)

Bảng 24: Khung giá dịch vụ xếp dỡ container tại Việt Nam

Khu vực Hải Phòng	Container XNK có hàng (USD/Teu)	
	Tàu – Bãi	Tàu – Ô tô
Khung giá theo Thông tư 39	36 – 53	32 – 42
Giá niêm yết tại cảng		
Green Port	46	41
Chùa Vẽ	39	36
Hải An	45	40
Tân Cảng 189	42	39
PTSC Đình Vũ	36	32
Đình Vũ	45	40
Tân Vũ	42	39
Nam Hải Đình Vũ	46	41
VIP Green	46	41
Nam Đình Vũ	46	39
Khung giá theo Thông tư 54	33 – 53	26 – 42
Khu vực cảng nước sâu	Container XNK có hàng (USD/Teu)	
	XNK	Trung chuyển
Khung giá theo Thông tư 39	57 – 66	34 – 40
Giá niêm yết tại cảng		
CMIT	66	40
SSIT	66	40
Gemalink	66	40
HICT	66	40
Khung giá theo Thông tư 54	52 – 60	31 – 36

Nguồn: Thông tư 39/2023/TT-BGTVT, Thông tư 54/2018/TT-BGTVT, Website các công ty, CTCK Rồng Việt

Bảng 25: Giá cước xếp dỡ tại cảng nước sâu của các nước trong khu vực

Tên cảng	Quốc gia	USD/TEU có hàng
Tanjung Pelepas	Malaysia	71
Port Klang	Malaysia	69
Port of Singapore	Singapore	190
Ningbo	Trung Quốc	75
Busan	Hàn Quốc	95
Tokyo Ohi Container Terminal	Nhật Bản	263
Trung bình		127

Nguồn: Website các công ty, CTCK Rồng Việt

BÁO CÁO CÔNG TY

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

Các loại khuyến cáo

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

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

GIỚI THIỆU

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

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

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng

Phó phòng

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Ngân hàng

Lê Tự Quốc Hưng

Phó phòng

hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Chiến lược Thị trường
• Kinh tế vĩ mô

Đỗ Thạch Lam

Trưởng bộ phận

lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• BĐS dân dụng
• Vật liệu xây dựng
• BĐS Khu công nghiệp

Trần Thị Hà My

Cố vấn cấp cao

my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Kinh tế vĩ mô

Phạm Hữu Luân

Chuyên viên Phân tích

luan.ph@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ

Cao Ngọc Quân

Chuyên viên Phân tích

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Hàng không
• Dệt may

Lê Ngọc Hiến

Chuyên viên Phân tích

hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Thủy sản
• Phân bón

Nguyễn Bảo Hưng

Chuyên viên Phân tích

hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ
• Ô tô & Phụ tùng
• Tiêu dùng

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Chuyên viên Phân tích

toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Dương

Chuyên viên Phân tích

duong.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Vật liệu xây dựng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao

Chuyên viên Phân tích

giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• BĐS dân dụng
• BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạng Trang

Chuyên viên Phân tích

trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Lê Huỳnh Hương

Chuyên viên Phân tích

huong.lh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Dầu khí

Nguyễn Đức Chính

Chuyên viên Phân tích

chinh1.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Tiện ích công cộng

Trần Ngọc Lan Anh

Chuyên viên Phân tích

anh.tnl@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Bán lẻ

Trần Thị Ngọc Hà

Trợ lý Phân tích

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo

Trợ lý Phân tích

thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon - 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

T (+84) 28 6299 2006 **E** info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn **MST** 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Kim Liên, Q. Đống Đa, Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006
F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006
F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578
F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

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

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

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2025.**