

## Ngành Cảng biển

Báo cáo cập nhật

Tháng 3, 2025

Mã giao dịch: GMD

Reuters: GMD.HM

Bloomberg: GMD VN

### Duy trì lợi thế cạnh tranh bền vững

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **75.500**

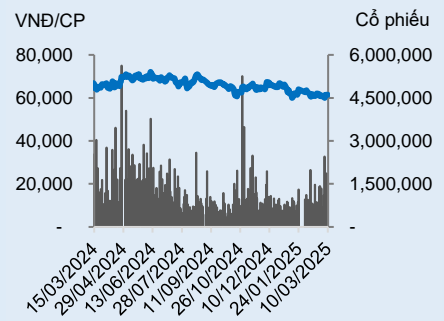
Giá thị trường (10/3/2025) 61.500

Lợi nhuận kỳ vọng +22,8%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	60.000-72.074
Vốn hóa	25.842 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	420.192.309
KLGD bình quân 10 ngày	1.466.847
% sở hữu nước ngoài	43,49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.200
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,6%
Beta	0,66

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
GMD	-7,1%	1,0%	-8,6%	-5,5%
VN-Index	4,8%	4,9%	4,4%	7,3%

Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Việt Dân**

(84 28) 3914.6888 ext. 256

dannv@bvsc.com.vn

**KQKD 2024.** Doanh thu năm 2024 đạt 4.832 tỷ đồng (+26% YoY), LNST-CĐTTS đạt 1.459 tỷ đồng (-35% YoY), với LNST-CĐTTS cốt lõi (loại trừ các khoản thu nhập từ việc thoái vốn cảng và chi phí khác) đạt 1.468 tỷ (+84%). Doanh thu mảng khai thác cảng tăng mạnh 44% YoY, trong khi đó, doanh thu hoạt động logistics giảm 33% YoY. Lợi nhuận từ công ty LDLK tăng mạnh lên mức 816 tỷ (tăng 1,97 lần svck), đóng góp chủ yếu từ Gemalink. Cụ thể, BVSC ước tính LNST của Gemalink 2024 đạt 825 tỷ, tăng mạnh từ mức 26,3 tỷ trong năm 2023.

**Cảng Nam Đình Vũ sẽ duy trì tăng trưởng sản lượng trong năm 2025.** BVSC kỳ vọng sản lượng khai thác năm 2025 của Nam Đình Vũ (NĐV) đạt 1,4 triệu TEUs (+5% YoY) nhờ vào (1) Đón nhận tệp khách hàng từ cảng Nam Hải Đình Vũ (NHĐV) và Nam Hải; (2) Duy trì lợi thế cạnh tranh riêng về vị trí địa lý và ASP để thu hút khách hàng; và (3) Mở rộng công suất khai thác. Chúng tôi ước tính LNST-CĐTTS của GMD tăng trưởng CAGR 8% giai đoạn 2024-2029F với cảng NĐV sẽ là động lực chính, và ước tính này, chúng tôi cũng đã tương đối thận trọng phản ánh tình hình cạnh tranh tại khu vực Hải Phòng.

**Gemalink duy trì lợi thế cạnh tranh tại khu vực cảng nước sâu ở miền Nam.** BVSC ước tính LNST của Gemalink tăng trưởng CAGR 15% giai đoạn 2024-2029F, nhờ vào:

- Vị thế dẫn đầu tại khu vực cảng Cái Mép – Thị Vải với thị phần hơn 35% và hiệu suất sử dụng cảng ở mức cao so với các cảng khác, mặc dù chỉ mới đưa vào hoạt động năm 2021. Điều này cho thấy năng lực của Gemalink trong việc vận hành cảng và ưu thế về mặt vị trí địa lý.
- Nguồn cung dự kiến tại khu vực Cái Mép – Thị Vải sẽ ít cạnh tranh hơn so với khu vực Lạch Huyện – Hải Phòng trong bối cảnh các dự án về cảng Cần Giờ vẫn cần thời gian để triển khai, ít nhất trong 3-5 năm tới.
- Trong bối cảnh ông Trump áp thuế lên các mặt hàng Trung Quốc, với dữ liệu lịch sử, cảng nước sâu nói chung và Gemalink có thể gián tiếp hưởng lợi từ hoạt động chiến tranh thương mại giữa Hoa Kỳ và Trung Quốc.

**Định giá và khuyến nghị.** BVSC sử dụng phương pháp SOTP và khuyến nghị **OUTPERFORM** cho GMD với giá mục tiêu là **75.500 đồng/cổ phiếu** (đã điều chỉnh phát hành ESOP). Mặc dù giá cổ phiếu đã giảm 7,1% YTD do KQKD của GMD không còn nền thấp và hoạt động xuất/nhập khẩu có nhiều biến số, chúng tôi cho rằng GMD với các lợi thế cạnh tranh riêng biệt và vị thế dẫn đầu vẫn là lựa chọn tiềm năng cho nhà đầu tư. Cụ thể, hiện tại GMD đang giao dịch tại mức P/B là 2,1x, mức discount hơn so với các DN khai thác cảng nước sâu khác là PHP (2,7x) và SGP (2,8x). Đối với Gemalink, mức implied target P/E cho năm 2025F mà chúng tôi ước tính là 21,6x, tương đương với các doanh nghiệp cảng nước sâu khác trong khu vực Đông Nam Á.

**Rủi ro.** Hoạt động xuất nhập khẩu và triển vọng vĩ mô thấp hơn kỳ vọng; các dự án mở rộng cảng chậm hơn kỳ vọng.

## Tổng quan kết quả kinh doanh năm 2024

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2023	2024	% yoy	Diễn giải
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3.846</b>	<b>4.832</b>	<b>25,7%</b>	
Cảng	2.909	4.201	44,4%	<p>- Tổng sản lượng thông qua các cảng của GMD ở miền Bắc và miền Nam tăng lần lượt là 26% và 42% YoY, nhờ vào sự phục hồi nhu cầu xuất/nhập khẩu và tăng trưởng chung của ngành từ mức nền thấp năm 2023. Sau khi đã bán cảng Nam Hải (Q1/2024) và NHDV (Q2/2023), cảng NĐV đã nhận được tệp khách hàng từ 2 cảng trên. Thêm vào đó, công trình nạo vét luồng kênh Hà Nam đã hoàn thành cuối tháng 7/2024 giúp NĐV có thể tiếp nhận tàu có tải trọng lên đến 48.000 DWT, mang tới lợi thế cạnh tranh cho cảng NĐV.</p> <p>- ASP tăng khoảng 13% YoY, phản ánh (1) thông tin từ Thông tư 39/2023/TT-BGTVT về việc điều chỉnh tăng phí khung giá dịch vụ cảng biển; và (2) bối cảnh thuận lợi của ngành Vận tải container tạo điều kiện cho các nhà khai thác cảng có thể triển khai tăng giá cước trong quá trình đàm phán hợp đồng với các hãng tàu toàn cầu.</p>
Logistics, khác	937	632	-32,6%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.778</b>	<b>2.162</b>	<b>21,6%</b>	
Chi phí SG&A	661	816	23,4%	
Thu nhập tài chính	1.941	418	-78,5%	Trong quý 1/2024, GMD đã thực hiện thoái vốn tại cảng Nam Hải và thu về được hơn 300 tỷ. Tuy nhiên, trong quý 2/2023, GMD cũng thoái vốn cảng NHDV với giá trị hơn 1.800 tỷ.
Chi phí tài chính	(155)	(150)	-2,9%	
Lãi/lỗ khác	(30)	(349)	10,8x	Trong quý 4/2024, GMD ghi nhận khoản chi phí bất thường 457 tỷ, liên quan đến khoản trích lập dự phòng cho dự án cao su và mảng logistic, công ty cũng ghi nhận khoản lãi 115 tỷ đồng từ việc hoàn nhập thuế từ các năm trước cho các dự án cao su.
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	274	816	197,4%	<p>- <b>Gemalink</b>: với hiệu suất cảng đạt 119%, LNST đạt 825 tỷ trong năm 2024, tăng mạnh từ mức 26,3 tỷ trong năm 2023, tương ứng đóng góp 538 tỷ vào GMD.</p> <p>- <b>SCS</b>: LNST tăng 39% năm 2024, đạt 693 tỷ, đóng góp 252 tỷ vào GMD.</p>
<b>LNTT</b>	<b>3.147</b>	<b>2.080</b>	<b>-33,9%</b>	
LNST-CĐTS	2.251	1.459	-35,2%	
<b>LNST-CĐTS cốt lõi</b>	<b>830</b>	<b>1.468</b>	<b>76,9%</b>	
<b>Biên gộp chung</b>	<b>46,2%</b>	<b>44,7%</b>		
Cảng	43,7%	46,8%		
Logistics, khác	54,1%	31,1%		

## Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2025 và 2026

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	Diễn giải
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4.832</b>	<b>4.823</b>	<b>5.189</b>	
% YoY	25,7%	-0,2%	7,6%	
Cảng	4.201	4.103	4.347	Cảng NĐV là động lực tăng trưởng cho mảng khai thác Cảng của GMD nhờ vào (1) Đón nhận tệp khách hàng từ cảng NHDV và Nam Hải; (2) Duy trì lợi thế cạnh tranh riêng về vị trí địa lý và ASP để thu hút khách hàng; và (3) Mở rộng công suất khai thác.
%YoY	44,4%	-2,3%	6,0%	
Logistics, khác	632	720	842	
%YoY	-32,6%	14,0%	17,0%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.162</b>	<b>2.131</b>	<b>2.234</b>	
%YoY	21,6%	-1,4%	4,9%	
Chi phí SG&A	816	822	873	
Thu nhập tài chính	418	189	158	Không còn khoản thu nhập bất thường từ hoạt động thoái vốn cảng.
Chi phí tài chính	(150)	(145)	(166)	
Lãi/lỗ khác	(349)	-	-	Việc ghi nhận hoàn nhập dự phòng cho các khoản trích lập của năm 2024 vào KQKD năm 2025 là chưa chắc chắn, do đó, chúng tôi không ước tính đưa vào.
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	816	731	733	- <b>Gemalink</b> : BVSC ước tính LNST đạt 617 tỷ trong năm 2025. Đóng góp 402 tỷ vào GMD (55% tỷ trọng lãi/lỗ từ công ty LDLK). - <b>SCS</b> : BVSC ước tính LNST ước tính đạt 754 tỷ trong năm 2025, đóng góp 275 tỷ vào GMD (38%).
LNTT	2.080	2.085	2.095	
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>1.459</b>	<b>1.454</b>	<b>1.461</b>	
<b>LNST-CĐTS cốt lõi</b>	<b>1.468</b>	<b>1.454</b>	<b>1.461</b>	
%YoY	76,9%	-1,0%	0,5%	
Biên gộp chung	44,7%	44,2%	43,1%	
Cảng	46,8%	46,5%	45,0%	- Biên LNG đi ngang trong năm 2025. - Năm 2026 sẽ đưa vào khai thác GB3 cảng NĐV, do đó, chi phí khấu hao tăng dẫn tới biên LNG giảm.
Logistics, khác	31,1%	31,1%	33,1%	

## Dự phóng sản lượng thông qua các cảng giai đoạn 2025-2026

### Nam Đình Vũ vẫn có thể duy trì tăng trưởng sản lượng thông qua cảng

BVSC kỳ vọng sản lượng khai thác năm 2025 của NĐV đạt 1,4 triệu TEUs (+5% YoY). Năm 2026, Nam Đình Vũ GB 3 sẽ được đưa vào hoạt động toàn bộ công suất, BVSC ước tính sản lượng thông qua cảng là 1,5 triệu TEUs (+7% YoY). Mặc dù sự cạnh tranh sẽ càng gay gắt và năm 2024 là mức nền cao, BVSC cho rằng NĐV có thể đạt được ước tính như trên nhờ vào:

- **Nhận tệp khách hàng từ cảng NHĐV và Nam Hải**

Năm 2024, sản lượng thông qua cảng miền Bắc của GMD tăng 26,4% YoY, với cảng NDV đạt gần 1,4 triệu TEUs, tăng 50% YoY. Sau khi đã bán cảng Nam Hải (Q1/2024) và NHĐV (Q2/2023), cảng NDV đã nhận được tệp khách hàng từ 2 cảng trên, kết hợp với hồi phục xuất khẩu đã khiến cho sản lượng tăng trưởng tốt. Sản lượng qua cảng NHĐV ghi nhận giảm 16% YoY trong năm 2024, phần nào thể hiện tệp khách hàng đã được chuyển giao sang cảng NDV khai thác.

Khi so sánh với các cảng trong khu vực, cảng NDV có mức tăng sản lượng khai thác mạnh hơn (+49,7% YoY) so với cảng khác như cảng nước sâu Tân Cảng Lạch Huyện HITC (+26,1% YoY), Đình Vũ (+16,6%), Hải An (+6,5%), VIP Green Port (-7,0% YoY). Điều này thể hiện rằng ngoài vị trí chiến lược, cảng NDV cũng có năng lực thực thi mạnh mẽ hơn.

- **Duy trì lợi thế về vị trí địa lý và ASP để thu hút khách hàng**

Quý 2/2025, bến 3-6 Lạch Huyện đi vào hoạt động sẽ gây ra sự cạnh tranh gia tăng, một số tuyến của hãng tàu MSC được cho là sẽ chuyển sang khai thác tại cảng Lạch Huyện. Tuy nhiên, theo chia sẻ của GMD, tệp khách hàng của bến cảng nước sâu Lạch Huyện và cảng sông NDV là khác nhau. Cụ thể, NDV sẽ tập trung vào các tàu container size nhỏ hơn và khai thác tuyến nội Á truyền thống, do đó, ASP sẽ thấp hơn cảng nước sâu Lạch Huyện. Thêm vào đó, công trình nạo vét luồng kênh Hà Nam đã hoàn thành cuối tháng 7/2024 giúp NDV có thể tiếp nhận tàu có tải trọng lên đến 48.000 DWT, mang tới lợi thế cạnh tranh cho cảng NDV.

- **Mở rộng công suất khai thác**

Trong tháng 02/2025, GMD đã hoàn tất mua 49% cổ phần tại CTCP Dịch vụ cảng Hải Minh. Theo chia sẻ từ GMD, CTCP Hải Minh có hoạt động kinh doanh chính là khai thác cảng depot, có thể giúp cảng NDV mở rộng công suất thêm 200K TEUs. Thêm vào đó, theo chia sẻ của GMD, NDV giai đoạn 3 đã có thể khai thác một phần vào quý 4/2025. Do đó, chúng tôi ước tính tổng công suất của NDV năm 2025 là 1,6 triệu TEUs (+33% YoY).

### **Cảng Gemalink**

Sản lượng thông qua cảng Gemalink năm 2024 đạt 1,8 triệu TEUs (+75% YoY). BVSC đánh giá sản lượng thông qua của Gemalink trưởng tốt trong năm 2024 nhờ vào (1) nhu cầu restocking tại các thị trường chính như Mỹ và châu Âu hỗ trợ hoạt động xuất khẩu, và (2) tình trạng tắc nghẽn tại các cảng lớn trong khu vực khiến cho các tàu có xu hướng chuyển dịch một phần sang cảng Việt Nam.

Do đó với năm 2025, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thông qua cảng Gemalink chỉ đạt 1,45 triệu TEUs (-18% YoY) do (1) Thiếu yếu tố đột biến nguồn hàng ad-hoc từ việc không còn sự kiện tắc nghẽn tại khu vực cảng Singapore, và (2) Tình hình xuất khẩu hàng hóa của Việt Nam sang thị trường Âu Mỹ có nhiều biến số trong bối cảnh chính sách thuế của chính quyền Trump 2.0.

BVSC cho rằng Gemalink GD 2A (dự kiến vận hành vào năm 2026 giúp Gemalink nâng công suất lên 2 triệu TEUs), và 2B (dự kiến đưa vào hoạt động năm 2028, nâng công suất cảng lên 3

triệu TEUs) sẽ nhanh chóng đạt được hiệu suất sử dụng cảng 80% và duy trì mức 85-90% các năm tiếp theo, nhờ vào:

- Vị thế dẫn đầu về thị phần tại khu vực Cái Mép – Thị Vải với thị phần hơn 34% và hiệu suất sử dụng cảng ở mức cao so với các cảng nước sâu còn lại trong khu vực, mặc dù chỉ mới đưa vào hoạt động năm 2021. Điều này cho thấy năng lực của Gemalink trong việc vận hành cảng và ưu thế về mặt vị trí địa lý. Ngoài ra, việc liên doanh với hãng tàu CMA CGM cũng sẽ giúp Gemalink ổn định nguồn cầu cho GD 2A và 2B.
- Nguồn cung dự kiến sẽ ít cạnh tranh hơn so với khu vực Lạch Huyện – Hải Phòng trong bối cảnh các dự án về cảng Cần Giờ vẫn cần thời gian để triển khai, ít nhất trong 3-5 năm tới.
- Trong bối cảnh ông Trump áp thuế lên các mặt hàng Trung Quốc, với dữ liệu lịch sử, cảng nước sâu nói chung và Gemalink có thể gián tiếp hưởng lợi từ hoạt động chiến tranh thương mại giữa Hoa Kỳ và Trung Quốc.

#### **Cảng Phước Long và Bình Dương (PIP/BDP)**

Sản lượng thông qua qua cảng PIP/BDP năm 2024 đạt 1,3 triệu TEUs. Là cảng cạnh phục vụ các services (thông quan) và logistic (xe tải, sà lan) đến các trạm chứa container hàng hóa cho Gemalink. BVSC kỳ vọng trong tương lai sản lượng thông quan qua cảng PIP/BDP sẽ tỷ lệ thuận với tốc độ tăng trưởng của cảng Gemalink và duy trì sản lượng thông quan đạt từ 1,1–1,2 triệu TEUs mỗi năm.

	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Cụm cảng Hải Phòng</b>				
Doanh thu (tỷ đồng)	2.007	2.160	2.371	2.604
Sản lượng thông quan (nghìn TEUs)	1.654	1.729	1.842	1.965
<i>Tăng trưởng sản lượng (YoY)</i>	17,5%	4,5%	6,5%	6,7%
<b>Cảng Dung Quất</b>				
Doanh thu (tỷ đồng)	113	107	108	109
Sản lượng thông quan (triệu tấn)	2,2	2,1	2,1	2,1
<i>Tăng trưởng sản lượng (YoY)</i>	44%	-6%	0%	0%
<b>Cảng Phước Long và Bình Dương</b>				
Doanh thu (tỷ đồng)	2.081	1.835	1.868	1.920
Sản lượng thông quan (nghìn TEUs)	1.309	1.143	1.152	1.161
<i>Tăng trưởng sản lượng (YoY)</i>	42%	-13%	1%	1%
<b>Gemalink</b>				
Doanh thu (tỷ đồng)	2.053	1.758	1.874	2.187
Sản lượng thông quan (nghìn TEUs)	1.779	1.450	1.500	1.700
<i>Tăng trưởng sản lượng (YoY)</i>	74%	-18%	3%	13%

## Tình hình đầu tư mở rộng cảng Nam Đình Vũ GĐ 3 và Gemalink GĐ 2A, 2B

### Cảng Nam Đình Vũ GĐ3 dự kiến khai thác một phần vào năm 2025 và toàn bộ vào 2026

Chúng tôi cho rằng dự án NĐV GĐ 3 dự kiến hoàn thành trong năm 2025 và đưa vào khai thác trong năm 2026, với tổng vốn đầu tư khoảng 2.800 tỷ đồng. Khi hoàn thành, tổng công suất của cụm cảng NĐV sẽ đạt 2 triệu TEUs, tăng 67% so với công suất hiện tại.

### Cảng Gemalink GĐ 2 và 3 dự kiến đưa vào hoạt động vào năm 2026 và 2028

Theo chia sẻ của GMD, cảng Gemalink đang hoàn thiện các thủ tục liên quan, thu xếp vốn để triển khai xây dựng, sẵn sàng đưa giai đoạn 2A vào khai thác từ năm 2026. Cụ thể, BVSC ước tính 60% tổng vốn đầu tư sẽ được tài trợ bằng nợ vay.

	CAPEX	Công suất tăng thêm (nghìn TEUs)	Thời gian khởi công dự kiến	Khai thác
<b>Nam Đình Vũ GĐ 3</b>	2.800 tỷ đồng	600	Quý 4/2024	Quý 4/2025
<b>Gemalink GĐ 2</b>				
Giai đoạn 2A	150 triệu USD	500	2025	2026
Giai đoạn 2B	200 triệu USD	1000	2027	2028

## Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi định giá GMD dựa trên phương pháp SOTP (Sum-of-the-Parts) vì công ty hoạt động theo mô hình tập đoàn đa ngành và có sự đóng góp lớn từ công ty liên doanh, liên kết.

BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** cho GMD với giá mục tiêu được nâng là **75.500 đồng/cổ phiếu**. Chi tiết định giá như sau:

Mảng hoạt động (Đvt: Tỷ đồng)	Phương pháp	Giá trị	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị đóng góp
Cảng và logistics hợp nhất	DCF	17.644	100%	17.644
SCS	DCF	7.359	36%	2.680
Cao su	P/B	1.854	100%	1.854
Gemalink	DCF	13.295	65%	8.659
Công ty liên doanh logistics (*)	P/E	1.219	49,1%-51,0%	610
Khác (**)	Giá trị sổ sách	284	100%	284
<b>Tổng giá trị vốn CSH</b>				<b>31.731</b>
<b>Số lượng cổ phiếu (triệu cp) (***)</b>				<b>420</b>
<b>Giá mục tiêu (đồng/CP)</b>				<b>75.500</b>
<b>Upside</b>				<b>+22,8%</b>
P/E 2025F				17,8x
P/E 2026F				17,7x

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

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

(\*\*) Đã điều chỉnh cho số lượng cổ phiếu ESOP phát hành vào tháng 3/2025.

### Định giá mảng Cảng và logistic hợp nhất

Đối với hoạt động khai thác cảng và logistic hợp nhất, chúng tôi ước tính LNST-CĐTS tăng trưởng CAGR 8% giai đoạn 2024-2029F, với cảng NĐV sẽ là động lực tăng trưởng nhờ vào (1) Đón nhận tệp khách hàng từ cảng NHDV và Nam Hải; (2) Duy trì lợi thế cạnh tranh riêng về vị trí địa lý và ASP để thu hút khách hàng; và (3) Mở rộng công suất khai thác. Với ước tính này, chúng tôi cũng đã tương đối thận trọng phản ánh tình hình cạnh tranh gay gắt tại khu vực Hải Phòng.

### Định giá cảng Gemalink

BVSC ước tính LNST-CĐTS tăng trưởng CAGR 15% giai đoạn 2024-2029F. Với phương pháp DCF, chúng tôi xác định giá trị của cảng Gemalink là 13.295 tỷ, với mức implied P/E target là 21,6x cho năm 2025. Chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hợp lý cho cảng Gemalink nhờ vào (1) vị thế thị phần số một tại khu vực BR-VT và ít cạnh tranh hơn so với khu vực Lạch Huyện; và (2) Mức giá dịch vụ bốc dỡ thấp hơn bình quân khu vực. Thêm vào đó, khi sử dụng mức EV/EBITDA mục tiêu là 12,5x, tương đương với định giá các cảng nước sâu tại khu vực Đông Nam Á, giá trị doanh nghiệp của cảng Gemalink cũng xấp xỉ mức 13.190 tỷ.

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

Tên công ty	BBG Ticker	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu (tỷ đồng)	Doanh thu CAGR 3 năm (%)	LNST TTM (tỷ đồng)	Biên LNG (%)	P/E (x)	EV/EBITDA	P/B (x)	ROE (%)
<b>Trung vị</b>		<b>89.912</b>	<b>36.042</b>	<b>13,6</b>	<b>7.750</b>	<b>44,8</b>	<b>16,4</b>	<b>11,3</b>	<b>1,0</b>	<b>10,9</b>
Gemadept Corp	GMD VN	25.170	4.832	15,3	1.012	44,7	16,4	14,6	2,0	13,0
China Merchants Port	144 HK	176.600	36.020	10,0	22.033	44,9	7,3	13,0	0,5	7,3
Cosco Shipping Ports Ltd	1199 HK	53.735	37.621	13,6	7.750	28,9	6,4		0,3	5,4
Hutchison Port Holdings	HPHT SP	37.017	36.042	-4,7	2.076	67,9	17,3	6,6	0,4	2,6
Shanghai International	600018 CH	452.949	134.964	13,6	45.408	37,4	9,4		1,0	10,9
Westports Holdings Bhd	WPRTS MK	89.912	12.865	5,1	4.906	61,6	17,5	11,3	4,1	24,5
Intl Container Term Svcs	ICT PM	305.053	65.588	16,9	19.158		18,8	10,6	8,6	42,9

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

(Đvt: tỷ đồng)	03/2025	11/2024	Chênh lệch	
Cảng và logistics hợp nhất	17.644	17.475	169	Chủ yếu do (1) Phân bổ CAPEX từ năm 2025 và 2026 thay vì 2026-2027 cho NĐV GD3; và (2) Cập nhật lại số nợ ròng tại BCTC quý 4/2024, với tiền và các khoản tương đương tiền tại cuối 4Q24 là 4.968 tỷ.
SCS	7.359	7.540	-181	BVSC điều chỉnh giảm ước tính LNST của SCS cho năm 2025.
Cao su	1.854	2.433	-579	Ghi nhận các chi phí phát sinh trong quý 4 khiến giá trị sổ sách mảng này giảm
Gemalink	13.295	14.705	-1.410	Chủ yếu giảm hiệu suất sử dụng cảng giai đoạn 2026-2033 để phản ánh (1) thận trọng hơn trong bối cảnh chính sách thuế quan của Mỹ có thể ảnh hưởng tới hoạt động xuất nhập khẩu; và (2) dự án Cần Giờ có thể được triển khai và khai thác trong giai đoạn này.
Công ty liên doanh logistics	1.219	1.591	-371	2 công ty LDLK là CJ Logistic và CJ GMD Shipping lần lượt ghi nhận LNST giảm so với 2023. Trong 2H24, GMD có phát sinh các khoản chi phí dự phòng bất thường liên quan đến mảng vận tải, có thể cũng liên quan đến hoạt động của CJ Shipping. Do đó, BVSC kỳ vọng năm 2025 sẽ không xuất hiện các khoản dự phòng, ước tính LNST 2025 đạt 27 tỷ. Đối với mảng logistic, kỳ vọng LNST năm 2025 sẽ đi ngang svck.
Khác	284	285	-1	
Tổng giá trị vốn CSH	41.656	44.029	-2.373	

### Nhận định thị trường

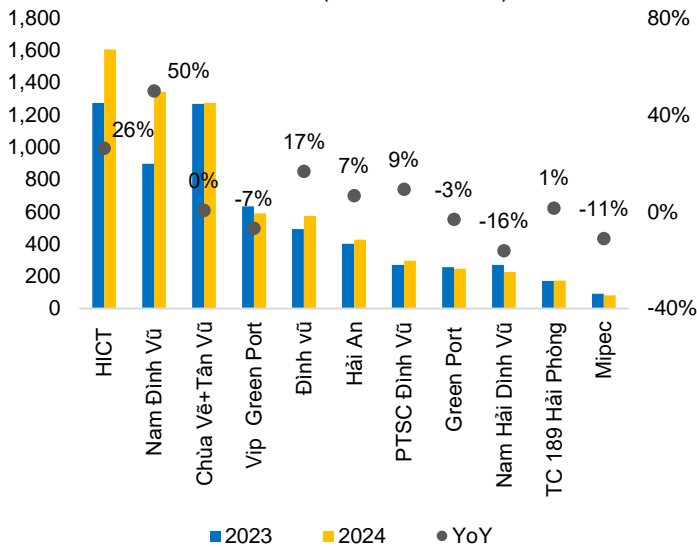
#### Sản lượng thông quan tại các cảng tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2024 từ mức nền thấp

Ngành Cảng biển có một năm 2024 phục hồi cùng với ngành xuất/nhập khẩu của Việt Nam và triển vọng thương mại toàn cầu.

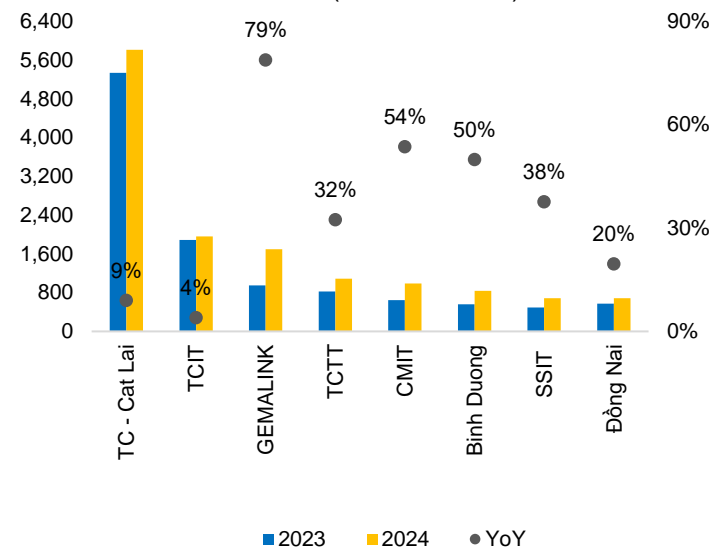
Sản lượng thông quan của miền Bắc tăng 17% YoY, đóng góp chủ yếu bởi các cảng có vị trí nằm phía ngoài cầu Bạch Đằng - Hải Phòng. Đặc biệt, cảng nước sâu HICT tại Lạch Huyện tăng trưởng hơn 26% YoY, NĐV tăng hơn 50%.

Tại khu vực miền Nam, khu vực cảng TP. HCM tăng trưởng 10% YoY, trong khi đó, các cảng nước sâu tại khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu cũng ghi nhận sản lượng thông quan rất tốt, tăng 34% YoY. Đặc biệt cảng Gemalink có mức tăng 34% YoY. Điều này được giải thích bởi (1) các cảng này là nơi hàng hóa chủ yếu xuất đi châu Âu và Mỹ, và (2) tại thời điểm cuối Q2.2024 xuất hiện tình trạng tắc nghẽn ở cảng Singapore, có lợi cho các cảng nước sâu ở Việt Nam khi các tàu container có xu hướng chuyển dịch sang các cảng khác trong khu vực.

**Sản lượng container tại khu vực Hải Phòng**  
(Đvt: '000 TEUs)



**Sản lượng container tại khu vực miền Nam**  
(Đvt: '000 TEUs)



Nguồn: VPA, BVSC tổng hợp

### Triển vọng ngành Cảng biển trong năm 2025

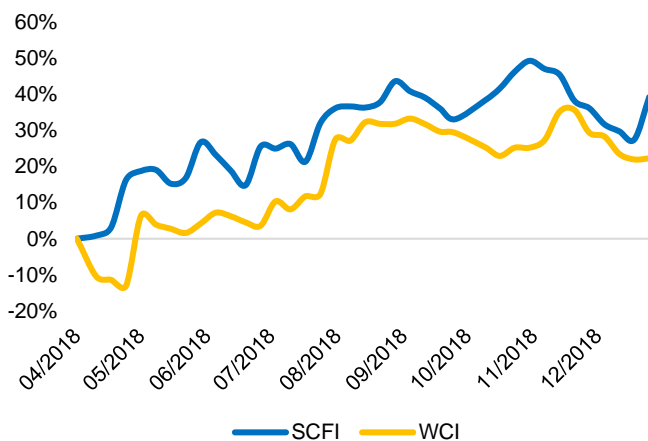
Với việc đắc cử Tổng thống Mỹ, một trong những chính sách mà ông Trump đưa ra là đề xuất tăng thuế quan ít nhất 60% đối với hàng hóa Trung Quốc và 10-20% đối với các nước khác. Trên thực tế, chính sách đề xuất lúc tranh cử và chính sách thực hiện có thể có những khác biệt, nhưng khả năng Mỹ chuyển sang thúc đẩy bảo hộ thương mại, sản xuất trong nước sẽ tạo ra tác động đa chiều đối với triển vọng xuất khẩu của Việt Nam. Điều này sẽ tác động trực tiếp tới ngành Cảng và Vận tải thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng.



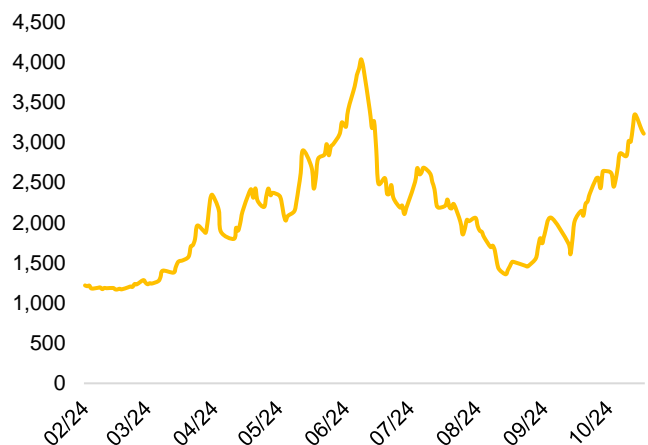
**Trong ngắn hạn sản lượng hàng thông qua cảng vẫn tích cực nhờ đợt nhập hàng đợt biến tại Mỹ**

Trong khoảng thời gian trước khi ông Trump chính thức nhậm chức vào ngày 20/01/2025, để tránh việc áp thuế lên hàng hóa, các nhà sản xuất tại Hoa Kỳ có xu hướng tăng cường nhập khẩu hàng hóa. Điều này cũng đã diễn ra vào năm 2018, thời điểm Trump bắt đầu áp loạt thuế lên hàng nhập khẩu vào Mỹ, khiến nhu cầu container và tàu hàng tăng cao, kéo theo nguy cơ cước vận chuyển, thuê xe tải và kho bãi leo thang. Các chỉ số theo dõi giá cước vận tải container SCFI và WCI trong giai đoạn từ tháng 4/2018 đến tháng 12/2018 đều tăng trưởng mạnh. Do đó, trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng nhu cầu nhập khẩu bằng container sẽ tăng vọt khi các công ty Mỹ tích trữ hàng trước thuế. Điều này sẽ hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh của các cảng biển, đặc biệt là các cảng nước sâu tại khu vực BR-VT, nơi hàng hóa chủ yếu xuất đi Mỹ.

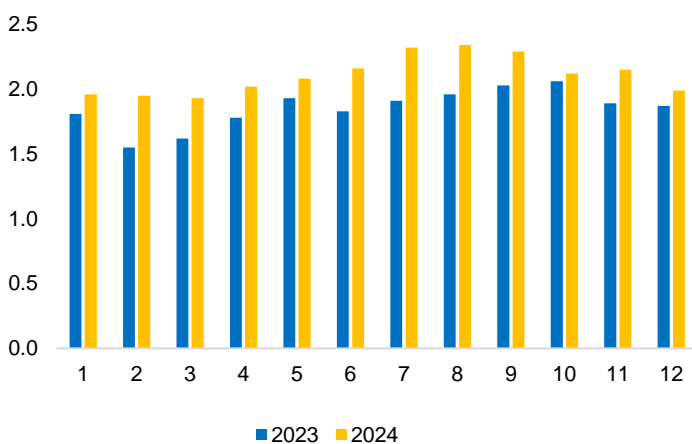
**Tăng trưởng của giá cước container sau khi ông Trump thông báo chính sách thuế**



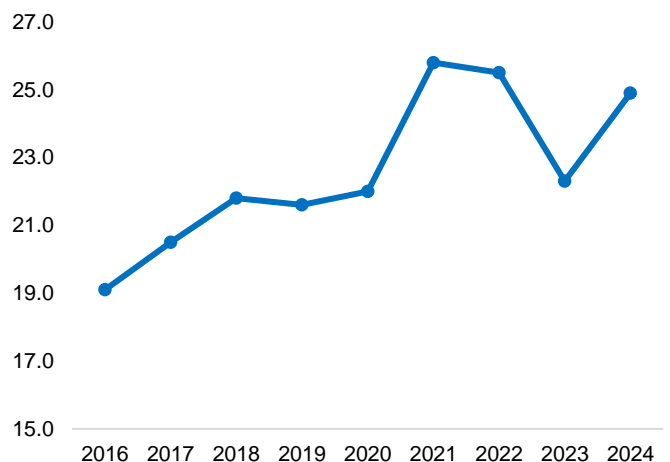
**Chỉ số Containerized Freight Index (Euro) Futures**



**Sản lượng container nhập khẩu tại Mỹ năm 2023 và 2024 (Đvt: triệu TEUs)**



**Sản lượng container nhập khẩu tại Mỹ giai đoạn 2016-2024 (Đvt: triệu TEUs)**

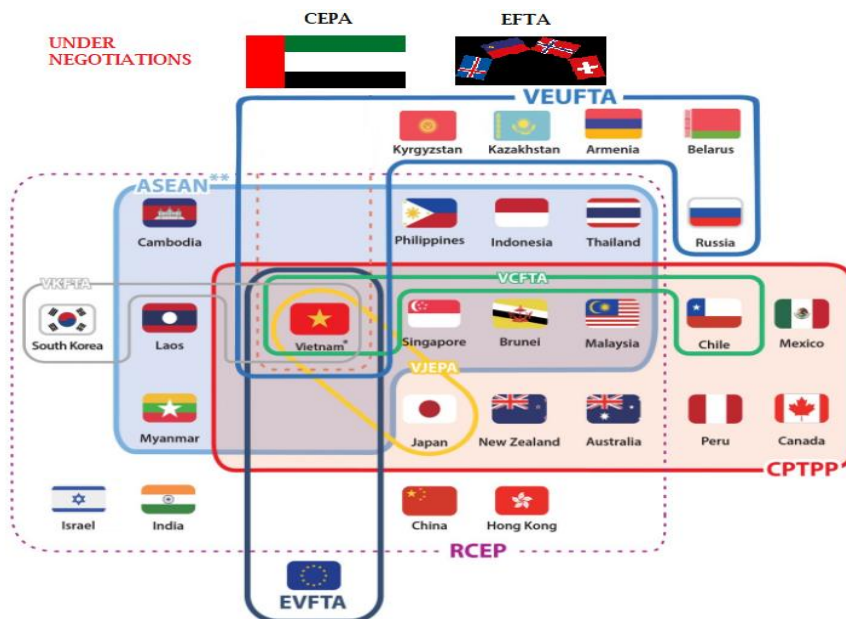


**Trung và dài hạn, ngành Cảng vẫn có thể duy trì sản lượng thông quan tốt**

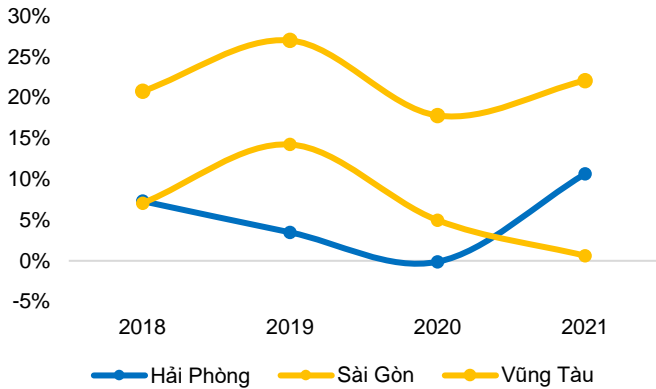
Xeneta ước tính dự kiến tổng nhu cầu vận tải container trong năm 2024 đạt 4-5% và vượt 180 triệu TEUs, vượt qua mức cao nhất mọi thời đại là 179,8 triệu TEUs từ năm 2021. Đối với năm 2025, Xeneta dự báo nhu cầu TEU tăng trưởng 3% trên toàn cầu. Ước tính này cũng tương đồng với nhận định từ Linertyca, với nhu cầu vận chuyển bằng container sẽ tăng trưởng ổn định ở mức 3-4% svck, đây là mức tăng trưởng khá tốt khi xét đến nền cao vào năm 2024. Cho thấy nhu cầu thương mại và vận tải vẫn còn dư địa tăng trưởng trong năm 2025.

Với chính sách thuế quan và thương mại, kể từ năm 2017, đã xuất hiện các quốc gia bên thứ ba 'kết nối' (ví dụ: Mexico và Việt Nam), đã gián tiếp hưởng lợi từ hoạt động thương mại gián tiếp giữa Hoa Kỳ và Trung Quốc. Có thể thấy, tốc độ tăng trưởng tại cảng nước sâu của Việt Nam tại khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu, nơi hàng hóa chủ yếu xuất đi châu Âu và Mỹ, đều tăng trưởng hơn 20% trong giai đoạn ông Trump tại nhiệm. Điều này cũng được hỗ trợ bởi nhu cầu từ thị trường Mỹ, một trong những thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam và các nước trong khu vực châu Á. Đặc biệt, năm 2019 sau khi công bố áp thuế, Việt Nam ghi nhận giá trị xuất khẩu sang Mỹ tăng trưởng 36%. Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng trong trung và dài hạn, ngành Cảng Việt Nam sẽ tiếp tục ghi nhận tăng trưởng sản lượng thông qua trong nhiệm kỳ thứ 2 của ông Trump.

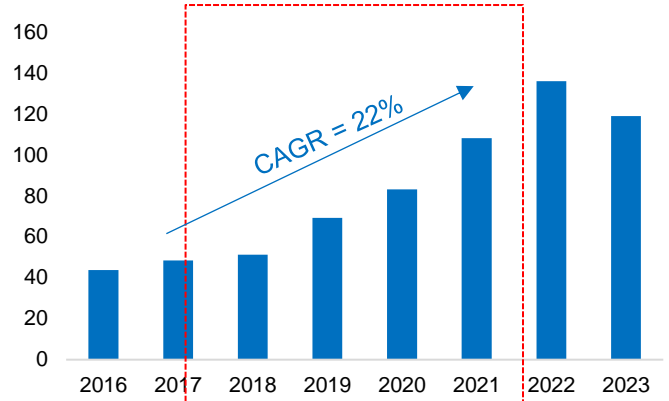
Chúng tôi cũng nhận thấy các điểm cải thiện của nền kinh tế Việt Nam khác biệt với nhiệm kỳ đầu tiên của ông Trump, có thể kể đến (1) sự chủ động và vị thế của Việt Nam gia tăng mạnh so với 2018 với các hiệp định đối tác chiến lược; (2) Việt Nam đang chuyển dịch hỗ trợ các ngành sản xuất mới như bán dẫn, chip và sản xuất điện tử với cấp độ cao hơn.... để đón đầu sự tái cấu trúc trong hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp lớn. Do đó, trong trường hợp ông Trump đánh thuế 10-20% lên tất cả các nước, chúng tôi cho rằng Việt Nam vẫn có thể duy trì lợi thế cạnh tranh.



**Tốc độ tăng sản lượng thông qua cảng của các khu vực**



**Giá trị xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ (Đvt: tỷ USD)**

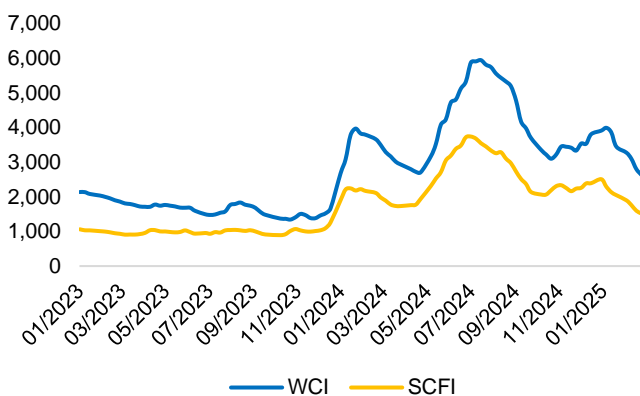


Nguồn: VPA, Bộ Thương mại Mỹ, BVSC tổng hợp

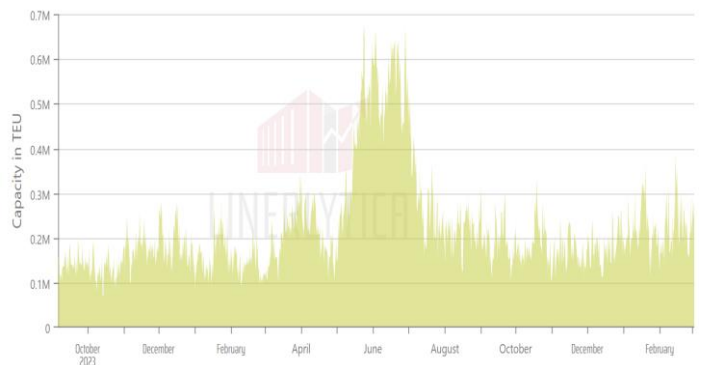
**Tình hình tắc nghẽn tại Singapore đã cải thiện đáng kể**

Năm 2024, các cảng Đông Nam Á (Singapore, Port Klang) gặp vấn đề tắc nghẽn, nguyên nhân do (1) rủi ro căng thẳng địa chính trị tại khu vực Trung Đông khiến nhiều hãng tàu phải thay đổi lộ trình, kéo dài thời gian vận chuyển, gây ra sự chậm trễ và thay đổi lịch trình không lường trước được; và (2) nhu cầu xuất nhập khẩu vẫn mạnh khiến cho lượng vận tải bằng tàu container duy trì ở mức cao. Mặc dù tình hình Biển Đỏ được cho là sẽ tiếp diễn trong năm 2025, tuy nhiên, hiện tại tình trạng tắc nghẽn tại các cảng ở Đông Nam Á đã không còn nghiêm trọng. Do đó, trong năm 2025 sẽ khó ghi nhận việc các hãng tàu container chuyển dịch sang các cảng khác trong khu vực, từ đó sẽ không xuất hiện lượng hàng ad-hoc như giai đoạn quý 3/2024.

**Chỉ số giá cước container Drewry và SCFI**



**Chỉ số tắc nghẽn cảng biển tại khu vực Đông Nam Á**



Nguồn: Bloomberg, Lynertica

**Dự án Cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ**

Cảng quốc tế Cần Giờ là một trong những dự án trọng điểm của SGP trong tương lai. Dự kiến được xây dựng tại Cù lao Phú Lợi, huyện Cần Giờ, TP.HCM. Dự án sẽ được triển khai trong 22 năm chia thành 7 giai đoạn, hoàn thành xây dựng và đưa vào vận hành vào năm 2045. Hai đơn vị trong liên danh đề xuất Dự án gồm CTCP Cảng Sài Gòn (SGP) và Terminal Investment Limited Holding S.A-TIL là đơn vị thành viên của hãng tàu biển lớn bậc nhất thế giới MSC.

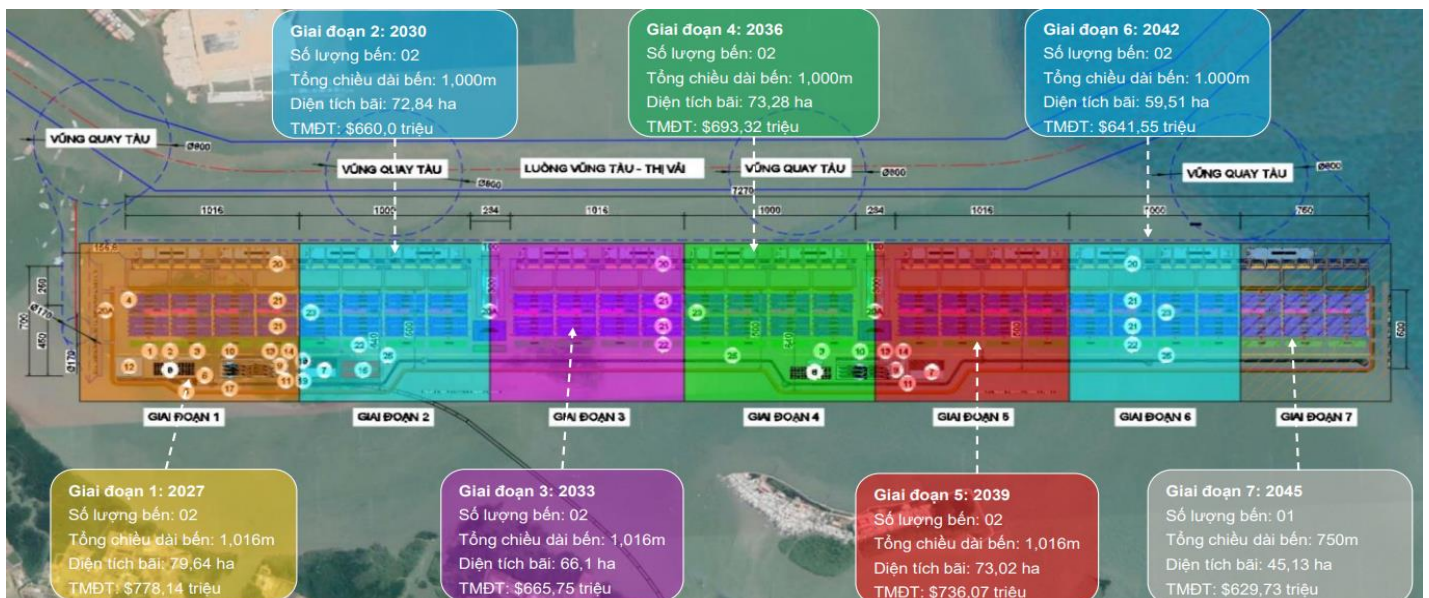
Chúng tôi đánh giá cảng Cần Giờ sẽ cần 3–5 năm tiếp theo để triển khai do (1) hiện tại vẫn chưa thông qua pháp lý; và (2) dự kiến chi phí xây dựng cảng Cần Giờ rất cao, với tổng vốn đầu tư khoảng 129 nghìn tỷ đồng, tương đương 5,4 tỷ USD, tài trợ bởi 70% nợ vay sẽ gây ra áp lực tài chính rất lớn. Giai đoạn 1 dự kiến hoàn thiện vào năm 2027 với tổng chiều dài là 1.016m, diện tích bãi là 79,6ha; công suất dự kiến 2 triệu TEUs; vốn đầu tư là 778 triệu USD. Trong khi đó, giai đoạn 1 của Gemalink có chiều dài 800m, diện tích bãi là 33 ha, công suất khai thác là 1,5 triệu TEUs, tuy nhiên, Gemalink có vốn đầu tư là 330 mn USD.

Ngoài ra, cảng Cần Giờ cũng đang thiếu nhiều cơ sở hạ tầng để thu hút khách hàng từ Singapore, Hong Kong. Cụ thể là TP.HCM không còn nhiều quỹ đất để có thể mở rộng khu vực hậu cần như khu phi thuế quan, ICD, Depot. Trong Đề án phát triển trung tâm logistic TP.HCM có 7 trung tâm logistic nhưng không có trung tâm logistic nào được quy hoạch phục vụ cảng Cần Giờ. Nếu phát triển cảng Cần Giờ, thành phố cần phải tìm kiếm, bố trí quỹ đất, điều chỉnh lại quy hoạch phù hợp cho các khu vực hậu cần này. Thêm vào đó, hệ thống kết nối giao thông đường bộ kết nối TP.HCM và cảng Cần Giờ vẫn chưa có, do đó, đến năm 2030 vẫn hoàn toàn sử dụng hệ thống đường thủy. Để kết nối, TP.HCM cần phải kết nối đường Rừng Sác với cù lao Phú Lợi, bao gồm một cầu sông Lòng Tàu với tĩnh không 55m. Hệ thống phương án cấp điện và cấp nước tại khu vực này cũng chưa hoàn thiện và TP.HCM đang đề xuất nghiên cứu phương án nguồn điện gió và trình lên Quốc hội.

Hiện tại, hiệu suất sử dụng cảng trung bình tại khu vực Bà Rịa - Vũng Tàu chỉ mới đạt 70%, nghĩa là nguồn cung vẫn tương đối dư. Ngoài ra, còn các vấn đề liên quan đến hệ sinh thái và tác động tới môi trường, vì Cần Giờ là một khu dự trữ sinh thái quan trọng.

Tính tới tháng 01/2025, dự án Cảng Cần Giờ đã nhận được chấp thuận chủ trương đầu tư Dự án bởi Chính phủ. Mặc dù đã có hành lang pháp lý, chúng tôi đánh giá cảng Cần Giờ vẫn còn nhiều thách thức như (1) Chưa có quy hoạch phân khu xây dựng tỷ lệ 1/2000; (2) Chưa tổ chức đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư; và (3) Chưa có quyết định chuyển mục đích sử dụng rừng sang mục đích khác tại khu vực xây cảng. Do đó, chúng tôi đánh giá dự án sẽ vẫn cần thời gian triển khai và thực hiện trong 3-5 năm tới, vì vậy chưa ảnh hưởng tới nguồn cung tại khu vực BR-VT.

**Kế hoạch đầu tư dự án Cảng Quốc tế Cần Giờ**



**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>(Đơn vị: tỷ VNĐ)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3.846</b>	<b>4.832</b>	<b>4.823</b>	<b>5.189</b>
Giá vốn	(2.068)	(2.671)	(2.692)	(2.955)
Lợi nhuận gộp	1.778	2.162	2.131	2.234
Doanh thu tài chính	1.941	418	189	166
Chi phí tài chính	(155)	(150)	(145)	(166)
<b>Lợi nhuận sau thuế - CĐTS</b>	<b>2.251</b>	<b>1.459</b>	<b>1.454</b>	<b>1.461</b>

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>(Đơn vị: tỷ VNĐ)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Tiền, khoản tương đương tiền	1.472	3.964	4.350	2.894
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.193	1.235	1.212	1.304
Hàng tồn kho	68	83	76	84
Tài sản cố định hữu hình	5.667	5.503	6.343	8.205
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	3.125	3.841	4.400	6.480
<b>Tổng tài sản</b>	<b>13.546</b>	<b>17.986</b>	<b>19.508</b>	<b>21.870</b>
Nợ vay ngắn hạn	445	422	388	512
Nợ vay dài hạn	1.518	1.745	1.937	2.765
Vốn chủ sở hữu	8.580	12.386	13.309	14.233
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>13.546</b>	<b>17.986</b>	<b>19.508</b>	<b>21.870</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	-1,3%	25,7%	-0,2%	7,6%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	126,4%	-35,2%	-0,4%	0,5%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên	46,2%	44,7%	44,2%	43,1%
Lợi nhuận thuần biên	65,9%	39,4%	39,4%	36,7%
ROA	19,1%	12,1%	10,1%	9,2%
ROE	29,0%	13,9%	11,3%	10,6%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Nợ vay/Tổng tài sản	14,5%	12,1%	11,9%	15,0%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	20,2%	15,8%	15,4%	19,9%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	2.714	3.547	3.460	3.476
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	28.050	29.919	31.675	33.873

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

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

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

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

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

## LIÊN HỆ

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

#### Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối  
dungpt@bvsc.com.vn

#### Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối  
luonglv@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối  
ngocnch@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Đức Hoàng, CFA

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

#### Trương Sỹ Phú, CFA

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

#### Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật  
bachtx@bvsc.com.vn

#### Trần Phương Thảo

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

#### Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA

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

#### Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô  
huyenhtm@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Hà Minh Anh

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

#### Nguyễn Viết Dân

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

#### Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường  
hoanh@bvsc.com.vn

#### Trần Tuấn Dương, CFA

Năng lượng, Chứng khoán, Cao su, VLXD  
duongtt@bvsc.com.vn

#### Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA

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

#### Nguyễn Đăng Thành

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

#### Nguyễn Minh Khôi

Vật liệu xây dựng  
khoim@bvsc.com.vn



## **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt**

### **Trụ sở chính:**

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

### **Chi nhánh:**

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888