

CTCP Gemadept (GMD)

Công nghiệp

Khả quan

Giá thị trường	VND60.900
Cao/thấp nhất 52 tuần	VND68.745 VND40.841
Giá mục tiêu	VND72.000
Giá mục tiêu cũ	VND73.700
Giá mục tiêu vs Consensus	-0,5%
Tiềm năng tăng giá	18,2%
Tỷ suất cổ tức	3,5%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	21,7%

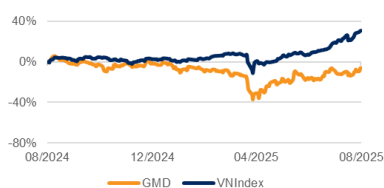
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	974,1
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	6,4
Sở hữu NN (tr USD)	93,5
SLCP lưu hành (tr)	420,2
SLCP pha loãng (tr)	420,2

	GMD	TB Ngành	VNI
P/E TTM	19,2x	15,8x	14,5x
P/B Current	2,1x	2,0x	2,0x
ROA	9,2%	11,1%	2,2%
ROE	13,0%	15,7%	13,8%

*dữ liệu vào ngày 14/8/25

Diễn biến giá



Cơ cấu sở hữu

SSJ Consulting Co., LTD	7,2%
KIM Vietnam Growth Equity Fund	5,4%
Khác	87,4%

Tổng quan doanh nghiệp

GMD là một trong số ít công ty logistics Việt Nam có thể cung cấp dịch vụ logistics toàn diện nhờ hệ thống dịch vụ khép kín, bao gồm cảng biển, kho bãi và phương tiện vận tải tọa lạc tại các vị trí kinh tế trọng điểm ở cả 3 miền Bắc, Trung, Nam.

Chuyên viên phân tích:



Đặng Huy Hoàng

hoang.danghuy2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Đặt kỳ vọng vào tiềm năng tăng trưởng dài hạn

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 18,2% và tỷ suất cổ tức 3,7%.
- Giá mục tiêu của chúng tôi gần như không thay đổi, thúc đẩy bởi kỳ vọng HĐKD cốt lõi của GMD sẽ duy trì ổn định trong dài hạn.
- P/B trượt ở mức 2,1 lần. Đây là mức cao so với các DN nội địa cùng ngành, tuy nhiên là mức thấp hơn so với các DN khai thác cảng trong khu vực.

Điểm nhấn tài chính

- Dựa trên KQKD mạnh mẽ trong nửa đầu năm và kỳ vọng NĐV 3 đi vào khai thác cuối năm, chúng tôi nâng dự phóng doanh thu 2025 lên 11,2% sv dự phóng trước đó.
- Chúng tôi dự phóng LN HĐKD cốt lõi GMD tăng 13%/7% svck trong năm 2025-26 khi kỳ vọng cảng thuộc hệ thống DN sẽ tiếp tục duy trì ở mức nền tốt.

Luận điểm đầu tư

Sản lượng container có thể hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2025

GMD ghi nhận LN ròng 6T25 đạt 826 tỷ đồng, hoàn thành 59,1% dự phóng cả năm của chúng tôi. Kết quả này chủ yếu được hỗ trợ bởi hoạt động cốt lõi vững chắc, hưởng lợi từ làn sóng “gom hàng” sớm khi các nhà xuất khẩu tìm cách né mức thuế mới của Mỹ. Trong nửa cuối năm 2025, chúng tôi dự báo hoạt động thương mại sẽ hạ nhiệt sau mùa cao điểm đầu năm, đặc biệt ở các tuyến Việt Nam – Mỹ trực tiếp và hàng trung chuyển qua Singapore. Điều này có thể khiến đóng góp lợi nhuận từ Gemalink suy giảm trong nửa cuối năm.

Triển vọng thương mại dài hạn của Việt Nam vẫn bền vững

Trong dịp công bố thuế quan đợt T8/25 của Mỹ, mức thuế của Việt Nam sẽ ở mức 20%, thấp hơn 26đ % so với mức T4/25. Mức 20% này không hẳn là bất lợi, do phần lớn các đối thủ cạnh tranh nằm ở mức tương tự hoặc thấp hơn một chút (1~19%). Chúng tôi cho rằng thương mại của Việt Nam vẫn duy trì được sự vững vàng trong dài hạn, nhờ chính sách ổn định và thân thiện với FDI. Ngoài ra, khả năng đã được kiểm chứng của Việt Nam trong việc mở rộng mạng lưới thương mại ngang sẽ giúp ngành sản xuất tiếp tục gia tăng đối tác toàn cầu. Do đó, chúng tôi dự phóng sản lượng container của GMD giai đoạn 2025–2030 sẽ duy trì tăng trưởng kép 8,0%/năm.

Hàng trung chuyển đang là đám mây treo lơ lửng trên các nhóm ngành sản xuất

Hàng trung chuyển vẫn là mối lo thường trực của ngành sản xuất. Mặc dù chỉ chiếm một phần nhỏ trong sản lượng thông qua của Gemalink, sự bất định trong cách Mỹ định nghĩa “hàng trung chuyển” đã làm dấy lên lo ngại về áp lực sản lượng. Khi cách phân loại này vẫn chưa được làm rõ, gần như không có số liệu cụ thể để xác định tác động tiềm ẩn. Giá cổ phiếu GMD từ đầu năm đến nay đã kém tích cực so với VN-Index, phần nào phản ánh rủi ro này.

Chúng tôi đặt niềm tin vào triển vọng dài hạn của GMD

Chúng tôi duy trì sự tự tin vào triển vọng của Gemalink dựa trên ba yếu tố: (1) sản lượng ổn định với tỷ lệ nội địa hóa cao, đặc biệt tại thị trường phía Nam, đảm bảo nền tảng throughput vững chắc; (2) GMD chủ động đa dạng hóa mở rộng khai thác các tuyến hàng hải mới để giảm phụ thuộc vào hàng xuất sang Mỹ; và (3) chính sách cùng hạ tầng hỗ trợ mạnh mẽ hơn cho cụm cảng Cái Mép sau khi Vũng Tàu sáp nhập vào TP.HCM. Với những động lực này, giá mục tiêu của chúng tôi cho GMD là 72.000 đồng/cp, tương ứng P/B 2,3x, duy trì khuyến nghị Khả quan.

Tổng quan tài chính	FY24A	FY25E	FY26F	FY27F
Doanh thu thuần	25,6%	13,2%	4,1%	5,2%
Tăng trưởng EPS	(48,8%)	(9,1%)	12,9%	5,5%
Biên LN gộp	45,8%	43,8%	43,5%	43,2%
Tăng trưởng LN cốt lõi	17,2%	0,6%	8,7%	5,9%
Biên LN ròng	57,8%	27,6%	28,9%	33,4%
P/E (x)	10,5	19,3	16,1	13,2
Rolling P/B (x)	2,2	1,9	1,8	1,7
ROAE	28,7%	13,8%	15,1%	16,1%
D/E	12,3%	9,3%	7,4%	6,2%

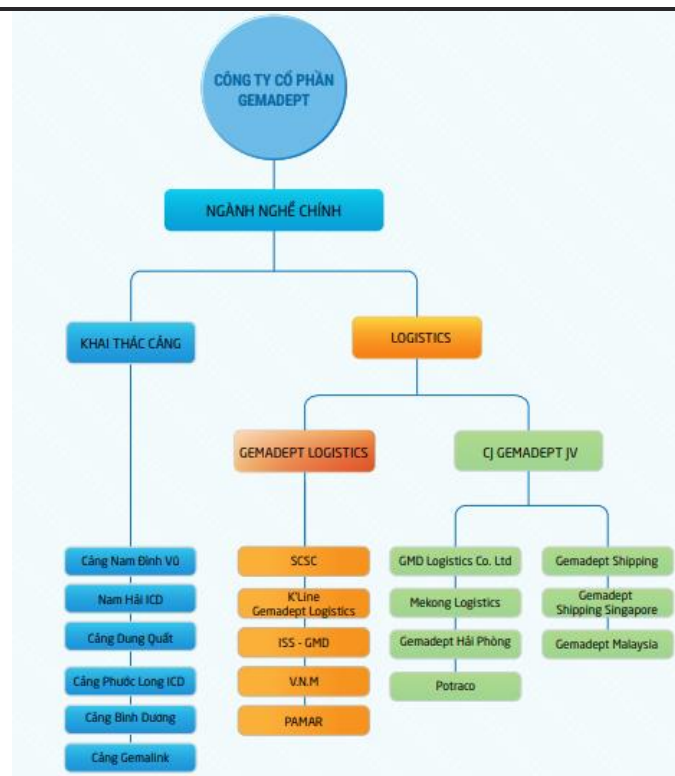
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hồ sơ doanh nghiệp

CTCP Gemadept (GMD) tiền thân là Tổng công ty Đại lý và Giao nhận Tổng hợp, được thành lập vào năm 1990. GMD cung cấp nhiều dịch vụ đa dạng trong các lĩnh vực khai thác cảng, logistic, lâm nghiệp và bất động sản. Từ năm 1993, GMD hoạt động theo mô hình CTCP.

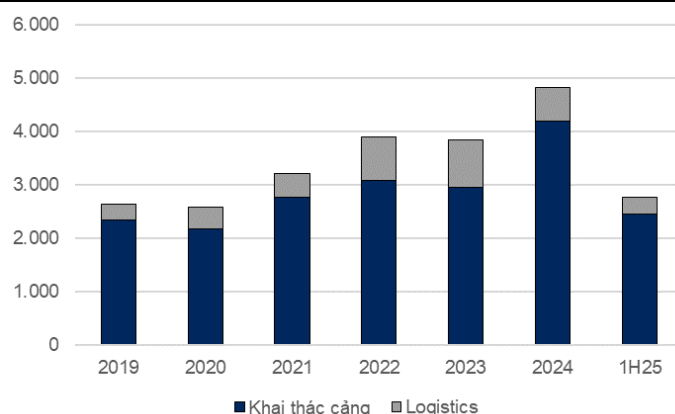
- Khai thác cảng và dịch vụ logistics là hoạt động kinh doanh chính của DN. GMD sở hữu mạng lưới cảng và dịch vụ logistics từ Bắc tới Nam Việt Nam và có phạm vi phủ sóng tới các nước láng giềng như Singapore, Hồng Kông, Trung Quốc và Campuchia. GMD sở hữu 7 cảng biển và 6 trung tâm logistics, với tổng công suất lên tới 2,5 triệu TEUs.
- Hơn nữa, GMD đã thực hiện một số khoản đầu tư chiến lược. Điển hình là GMD sở hữu và quản lý các dự án trồng cao su tại Việt Nam và Campuchia, sản xuất và bán cao su tự nhiên và mủ cao su. Ngoài ra, GMD còn là công ty phát triển và kinh doanh bất động sản, hoạt động trong lĩnh vực bất động sản dân cư, thương mại và công nghiệp.
- Theo kết quả kinh doanh năm 2024, hoạt động khai thác cảng và logistics của GMD đóng góp lần lượt 90% và 10% vào LNTT từ hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Hình 1: Các HKKD của GMD



Nguồn: BÁO CÁO THƯỜNG NIÊN

Hình 2: Tỷ trọng doanh thu các hoạt động kinh doanh cốt lõi (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

KQKD 6T25: Hoạt động cốt lõi tiếp tục xu hướng tích cực

Hình 3: KQKD Q2/25

(tỷ đồng)	Q2/25	%sv quý trước	%svck	6T/25	%svck	sv dự phóng cả năm
Doanh thu thuần	1.497	17,2%	30,1%	2.774	-27,9%	56,4%
-Khai thác cảng	1.309	15,0%	32,8%	2.447	-15,9%	58,0%
-Logistics	188	35,8%	14,1%	327	-65,1%	46,6%
LN gộp	646	15,0%	26,5%	1.207	-32,0%	56,0%
Chi phí BH&QLDN	205	-3,0%	2,0%	417	-41,7%	49,6%
LN từ HĐ tài chính	9	1317,0%	NA	9	-99,5%	NA
Lợi nhuận liên doanh	241	6,2%	32,0%	468	72,3%	67,7%
LNTT	677	16,2%	32,5%	1.261	-60,0%	66,1%
LN ròng	423	4,9%	27,9%	826	-62,8%	59,1%
Biên LN gộp	43,1%	-0,8đ %	-1,2đ %	43,5%	-0,6đ %	
Biên LN ròng	28,2%	-3,3đ %	-0,5đ %	29,8%	-11,5đ %	

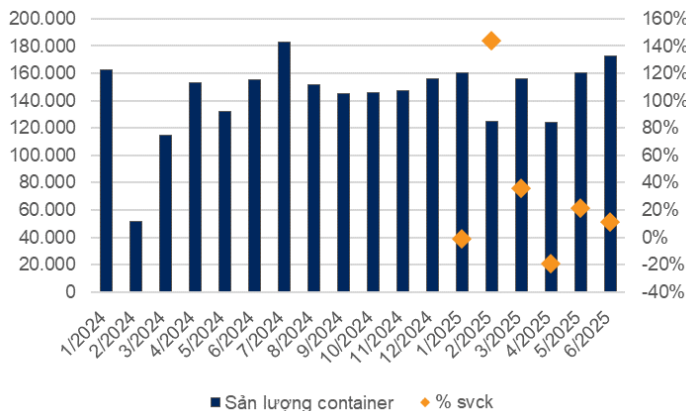
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Làn sóng gom hàng thúc đẩy hoạt động cảng, sản lượng thông qua tăng mạnh

Trong Q2/25, các cảng của GMD hoạt động với công suất cao, đặc biệt Nam Đình Vũ (NĐV) ghi nhận kết quả nổi bật. NĐV khai thác trung bình 129.093 TEU/tháng, tăng 15,3% svck và 27,2% so với mức trung bình năm 2024.

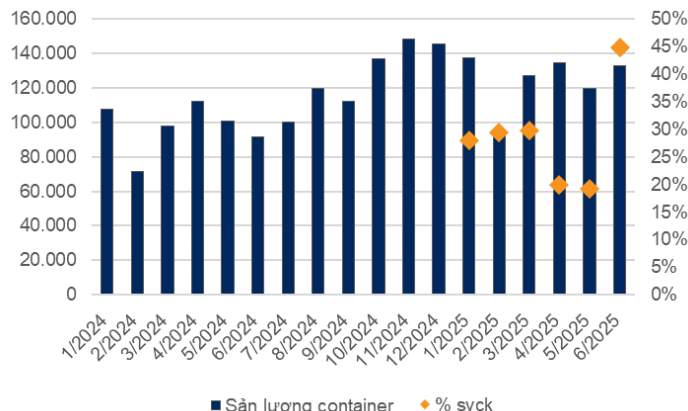
Nhờ đó, GMD ghi nhận doanh thu 6T25 đạt 2.774 tỷ đồng, hoàn thành 56,4% dự phóng cả năm. Dù sản lượng tăng mạnh, chi phí BH&QLDN vẫn được kiểm soát chặt chẽ, cho thấy hiệu quả quản trị của công ty trong HĐKD cốt lõi.

Hình 4: Sản lượng container hàng tháng tại Nam Đình Vũ (Đơn vị: TEUs)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Sản lượng container hàng tháng tại Gemalink (Đơn vị: TEUs)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Biên LN gộp cải thiện nhẹ bởi sản lượng

Biên LN gộp Q2/25 giảm 0,8 đ % sv quý trước và giảm 1,2 đ % svck, cho thấy không có cải thiện đáng kể về doanh thu/TEU. Điều này phản ánh tăng trưởng sản lượng mạnh trong 6T25, tuy nhiên ASP đi ngang so với mức nền cao của năm ngoái. Đây là bức tranh chung của ngành cảng Việt Nam hiện nay: công suất khai thác cảng nhưng cạnh tranh giá vẫn gay gắt.

LN liên kết tăng vọt nhờ Gemalink cũng có quý bất phá

Gemalink ghi nhận sản lượng thông qua tăng mạnh trong Q2/25, đạt 152.386 TEU/tháng, tăng 7,7% svck và 3,9% so với mức trung bình năm 2024.

Tổng lợi nhuận từ công ty liên kết tăng 32% svck, đạt 241 tỷ đồng, đóng góp đáng kể vào LN hợp nhất.

LN 6T25 nhìn hơn dự phóng của chúng tôi

GMD báo cáo LN ròng 6T25 đạt 826 tỷ đồng, giảm 62,8% svck nhưng đã hoàn thành 59,1% dự phóng cả năm của chúng tôi. Mức giảm so với cùng kỳ chủ yếu do nền cao 2024, khi công ty ghi nhận khoản lãi một lần từ thoái vốn cảng tại Hải Phòng. Loại bỏ yếu tố này, LN cốt lõi vẫn vững chắc, khẳng định nền tảng của GMD trong bối cảnh biến động bên ngoài.

Triển vọng 2025-26: Bất định trong ngắn hạn, đặt kỳ vọng vào tiềm năng dài hạn

Hình 6: Dự phóng điều chỉnh trong năm 2025-27

Đơn vị: tỷ đồng (còn lại theo ghi chú)	2024	Cũ		Mới			% svck			% thay đổi	
		2025	2026	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026
Doanh thu thuần	4.832	4.919	5.436	5.471	5.693	5.991	13,2%	4,1%	5,2%	11,2%	4,7%
- Khai thác cảng	4.191	4.217	4.688	4.721	4.927	5.217	12,7%	4,4%	5,9%	12,0%	5,1%
- Hoạt động logistics	631	702	748	739	755	763	17,1%	2,2%	1,1%	5,3%	0,9%
LN gộp	2.135	2.156	2.367	2.338	2.474	2.616	9,5%	5,8%	5,7%	8,5%	4,5%
Biên LN gộp	44,2%	43,8%	43,5%	42,7%	43,5%	43,7%	-1,5đ %	0,7đ %	0,2đ %	-1,1đ %	-0,1đ %
Chi phí bán hàng	247	148	165	257	267	280	3,9%	3,8%	5,1%	73,8%	61,8%
Chi phí QLDN	575	693	773	597	620	652	3,9%	3,8%	5,1%	-13,8%	-19,7%
LN kinh doanh	1.313	1.315	1.429	1.484	1.587	1.683	13,0%	7,0%	6,0%	12,8%	11,0%
LN hoạt động tài chính	276	(86)	(43)	(162)	(231)	(243)	-158,9%	42,3%	4,9%	88,6%	432,8%
Doanh thu tài chính	426	62	77	44	25	24	-89,6%	-43,6%	-2,5%	-28,4%	-67,6%
Chi phí tài chính	150	148	121	207	256	267	37,7%	23,8%	4,2%	39,5%	112,3%
LN từ HĐ liên doanh	829	692	780	578	576	663	-30,4%	-0,3%	15,1%	-16,5%	-26,2%
LNTT	2.099	1.906	2.154	1.925	1.916	2.088	-8,3%	-0,5%	8,9%	1,0%	-11,0%
Lợi ích cổ đông thiểu số	468	252	284	261	260	284	-44,3%	-0,5%	9,4%	3,7%	-8,4%
LN ròng	1.455	1.398	1.579	1.391	1.385	1.515	-4,4%	-0,5%	9,4%	-0,5%	-12,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hoạt động thương mại hạ nhiệt trong nửa cuối năm, nền tảng nội tại duy trì tăng trưởng dài hạn

Hoạt động thương mại trong nửa cuối được kỳ vọng hạ nhiệt

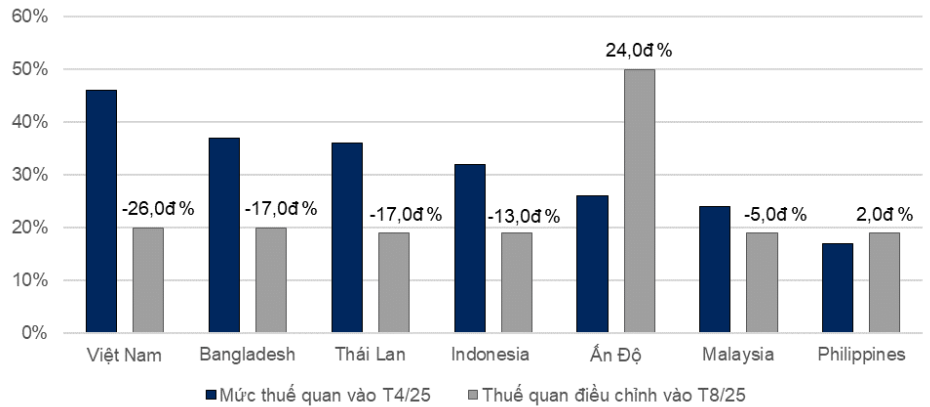
Chúng tôi cho rằng nửa cuối năm sẽ chứng kiến sự hạ nhiệt trong hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam sau một nửa đầu năm sôi động. Trong Q2/25, thương mại toàn cầu chịu ảnh hưởng từ bất định chính sách thuế quan của Mỹ, dẫn đến làn sóng “gom hàng” sớm trên các tuyến Viễn Đông – Mỹ, và GMD cũng hưởng lợi với sản lượng tăng mạnh như đã nêu ở trên.

Tuy nhiên, đợt tăng sớm này đồng nghĩa mùa cao điểm đã đến trước, khiến 2H25 có thể trầm lắng hơn. Điều này dự kiến sẽ tác động đến sản lượng Gemalink, vốn có khoảng 30% đến từ các tuyến trực tiếp sang Mỹ.

Mức thuế 20%: không lý tưởng nhưng vẫn có thể duy trì cạnh tranh

Bước sang nửa cuối năm, thị trường dường như đã qua giai đoạn đỉnh điểm bất định thuế quan. Mỹ đã chốt mức thuế 20% đối với hàng hóa từ Việt Nam — không phải kết quả tốt nhất, nhưng cũng không quá tệ. Chúng tôi cho rằng mức này vẫn đủ để giữ sức cạnh tranh cho hàng xuất khẩu Việt Nam. Về dài hạn, lợi thế cốt lõi giúp FDI gắn bó với Việt Nam vẫn là hạ tầng sẵn có và chính sách ổn định. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất khẩu Việt Nam năm 2025 tăng 12% svck.

Hình 7: Thuế quan đối ứng của Mỹ



Nguồn: Nhà Trắng, VNDIRECT RESEARCH

Những bất định còn sót lại về định nghĩa hàng hóa trung chuyển

Một câu hỏi chưa được giải đáp là cách Mỹ định nghĩa “hàng trung chuyển”. Dù nhóm hàng này chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ tại Gemalink, sự mơ hồ trong quy định đã làm dấy lên lo ngại về áp lực sản lượng. Khi định nghĩa chưa rõ ràng, gần như không có dữ liệu chính thức để đánh giá tác động.

Trên thực tế, trước áp lực chi phí và doanh thu sụt giảm, một số DN FDI đã bắt đầu thu hẹp sản xuất hoặc dịch chuyển dần chuỗi cung ứng ra khỏi Việt Nam. Đây là điểm yếu cấu trúc của nền kinh tế, thể hiện sự dễ tổn thương trước biến động chính sách thương mại toàn cầu. Theo khảo sát của PwC trong T6/25, 86% DN tại Việt Nam lo ngại tác động từ thuế quan và 44% DN FDI đã bắt đầu dịch chuyển nhà máy hoặc phân tán sản xuất sang quốc gia khác.

Động lực tăng trưởng từ đến từ các dự án cốt lõi

NDV 3 có thể bắt đầu đóng góp ngay trong năm nay

NDV 3 dự kiến vận hành cuối 2025 và bắt đầu đóng góp doanh thu vào hoạt động khai thác cảng. Dự án có tổng vốn đầu tư khoảng 2.800 tỷ đồng, bổ sung công suất 800.000 TEU/năm. Chúng tôi dự phóng sản lượng NDV 3 đạt 14,1%/22,5%/42,3% công suất thiết kế trong 2025/2026/2027, tương ứng đóng góp 4,0%/6,1%/10,8% doanh thu dịch vụ cảng trong các năm này.

Hình 8: Cập nhật tiến độ cảng Nam Đình Vũ



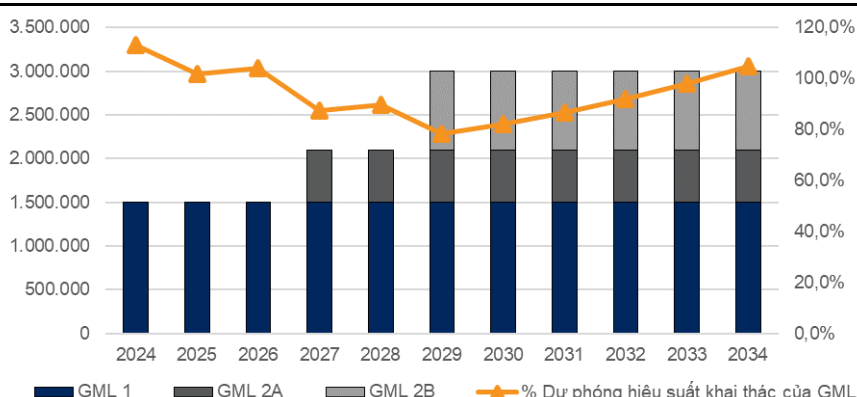
Nguồn: Googlemaps

Gemalink điều chỉnh ngắn hạn, triển vọng dài hạn giữ nguyên

Chúng tôi giảm dự phóng đóng góp LN từ Gemalink cho GMD năm 2025 khoảng 15%, do rủi ro mất sản lượng liên quan đến vấn đề định nghĩa hàng trung chuyển. Kế hoạch mở rộng GML 2A và 2B cũng lùi 1 năm so với dự báo trước, dự kiến lần lượt vận hành vào 2027 và 2029.

Dù vậy, chúng tôi vẫn lạc quan về dài hạn nhờ: 1) GMD chủ động mở tuyến mới để giảm phụ thuộc vào hàng xuất sang Mỹ; 2) sản lượng Gemalink đến từ các nhà xuất khẩu có chuỗi cung ứng nội địa hóa cao sẽ được duy trì ổn định. Dự phóng sản lượng Gemalink 2025–26 đạt 1.528.200/1.558.764 TEU, giảm 10% svck trong 2025 rồi phục hồi 2% trong 2026. Dài hạn, GMD sẽ hưởng lợi từ đà tăng trưởng của cụm cảng Cái Mép, với CAGR sản lượng 2025–2034 kỳ vọng đạt 7,5%.

Hình 9: Dự phóng sản lượng khai thác của GML trong 2025-2034



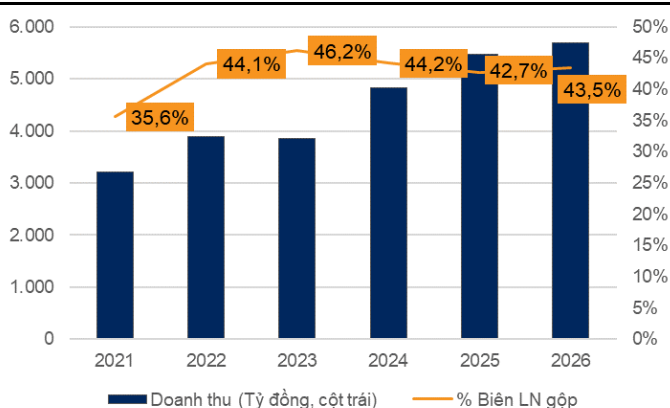
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Điều chỉnh dự phóng 2025-26: giảm LN liên kết, tăng doanh thu

Chúng tôi nâng dự phóng doanh thu nhờ hoạt động cảng khả quan hơn, giữ nguyên giả định NĐV 3 vận hành từ cuối 2025 và đóng góp đáng kể từ 2027. So với dự phóng trước đó, doanh thu 2025-26 tăng 11,2%/4,7%, chủ yếu nhờ nền sản lượng container vững chắc.

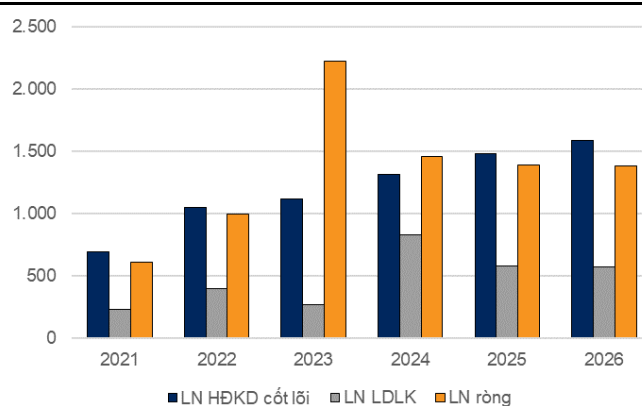
Điểm điều chỉnh giảm chủ yếu đến từ LN liên kết: dự phóng LN Gemalink 2025-26 giảm 16,5%/26,2% do bất định hàng trung chuyển. Nhìn chung, chúng tôi dự báo LN ròng GMD 2025-26 ở mức khoảng 1.400 tỷ đồng mỗi năm.

Hình 10: Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp của GMD



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Dự phóng lợi nhuận hoạt động, lợi nhuận công ty liên kết và lợi nhuận ròng cốt lõi (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Các rủi ro tăng giá đáng cân nhắc

Thoái vốn mangan ngoài cốt lõi có thể giải phóng vốn mở rộng

GMD đang xúc tiến thoái vốn mangan cao su, kỳ vọng sẽ hoàn tất trong 2025. Nếu thành công, công ty có thể thu về khoảng 1.500 tỷ đồng. Kết hợp với lượng tiền mặt dồi dào từ đợt phát hành gần đây, GMD sẽ có thêm nguồn lực cho các kế hoạch mở rộng hoặc tham gia dự án lớn. Tuy nhiên, do vẫn đang đàm phán và chưa chốt giá bán, chúng tôi coi đây là yếu tố tăng giá chưa phản ánh vào dự phóng.

Việc tăng khung giá bốc xếp hàng hóa có thể cải thiện biên LN

Phí bốc xếp tại Việt Nam hiện vẫn thấp hơn nhiều so với khu vực. Với đầu tư hạ tầng đang tăng tốc và mục tiêu biến Việt Nam thành trung tâm trung chuyển khu vực, chúng tôi kỳ vọng phí xếp dỡ có thể được điều chỉnh tăng, cải thiện lợi nhuận và mở ra cơ hội tái đầu tư. GMD sẽ hưởng lợi lớn nhờ tỷ trọng doanh thu/TEU cao nhất nhóm cảng niêm yết và hiện diện tại các cụm cảng nhộn nhịp nhất.

Tham gia các dự án cảng chiến lược sẽ thúc đẩy tăng trưởng dài hạn

Năm 2024, GMD đã gửi đề xuất lên Thủ tướng xin tham gia dự án Cái Mép Hạ. Dù dự án chưa chọn được nhà đầu tư, diễn biến mới như việc Vingroup chuyển hướng sang Nam Đồ Sơn có thể để lại cơ hội cho các doanh nghiệp tư nhân đủ năng lực. Chúng tôi đánh giá GMD là ứng viên mạnh sáng giá bởi 1) năng lực khai thác đã được chứng minh qua những thành công đã gặt hái được tại Gemalink; (2) tạo điều kiện rõ nét để mở rộng công suất tại cụm cảng sầm uất nhất Việt Nam, nâng cao hiệu suất khai thác.

Định giá

Duy trì Khả quan với giá mục tiêu 72.000đ/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với GMD, giá mục tiêu SOTP 72.000 đồng/cp, giảm nhẹ so với báo cáo trước. Giá trị vốn chủ sở hữu cốt lõi gần như không đổi, do tác động bù trừ giữa: 1) WACC tăng từ 7,8% lên 8,3% do tăng chi phí VCSH; và 2) dự phóng hoạt động của các dự án chính được nâng trong dài hạn, kỳ vọng tạo dòng tiền ổn định cho GMD. P/E dự phóng 2025 là 21,7x và P/B là 2,3x.

Hình 12: Các giả định

Các giả định	Giá trị
Beta	1
Phần bù rủi ro thị trường	8,3%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Chi phí VCSH	11,3%
Chi phí nợ	7,0%
Thuế TNDN	20,0%
WACC	10,6%
Tăng trưởng bền vững	1,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Giá trị VCSH của hoạt động cốt lõi (Đơn vị: tỷ đồng)

Phương pháp DCF	Giá trị
Giá trị hiện tại của FCFF (tỷ đồng)	12.710
Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn (tỷ đồng)	14.506
Giá trị của hoạt động cốt lõi (tỷ đồng)	27.216
Trừ: vay nợ (tỷ đồng)	(2.167)
Cộng: tiền và đầu tư ngắn hạn (tỷ đồng)	3.964
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	(1.390)
Giá trị VCSH hoạt động cốt lõi (tỷ đồng)	27.623

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Mô hình định giá DCF hoạt động kinh doanh cốt lõi (Đơn vị: tỷ đồng)

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
EBIT	2.100,2	2.123,1	2.315,1	2.450,4	2.811,4	2.929,9	3.061,2	3.211,9	3.384,0	3.411,7
Cộng: Khấu hao	522,1	536,0	549,9	563,8	577,7	591,6	605,4	619,3	633,2	647,1
Trừ: CAPEX	(2.394,3)	(294,3)	(294,3)	(294,3)	(294,3)	(294,3)	(294,3)	(294,3)	(294,3)	(294,3)
Thay đổi vốn lưu động	(404,0)	(60,5)	(182,2)	(308,8)	(235,7)	2,8	(4,2)	(4,9)	(6,4)	(2,6)
Dòng tiền tự do (FCF)	(176,0)	2.304,4	2.388,5	2.411,1	2.859,1	3.229,9	3.368,1	3.532,1	3.716,4	3.762,0
Trừ: Thuế	(273,0)	(271,5)	(288,6)	(346,7)	(364,2)	(361,0)	(375,1)	(388,6)	(402,3)	(416,8)
FCFF	(449,0)	2.032,8	2.099,8	2.064,4	2.494,9	2.868,9	2.993,0	3.143,5	3.314,1	3.345,1
Giá trị hiện tại của FCFF	(406,0)	1.662,1	1.552,4	1.380,0	1.508,0	1.568,0	1.479,1	1.404,7	1.339,1	1.222,1

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Định giá SOTP

Giá trị VCSH hoạt động cốt lõi (DCF)	27.623
Giá trị VCSH dự án cao su (BV)	1.610
Giá trị VCSH mảng bất động sản (BV)	1.021
Tổng giá trị VCSH (tỷ đồng)	30.254
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr)	420
Giá trị cổ phiếu (VND)	72.000

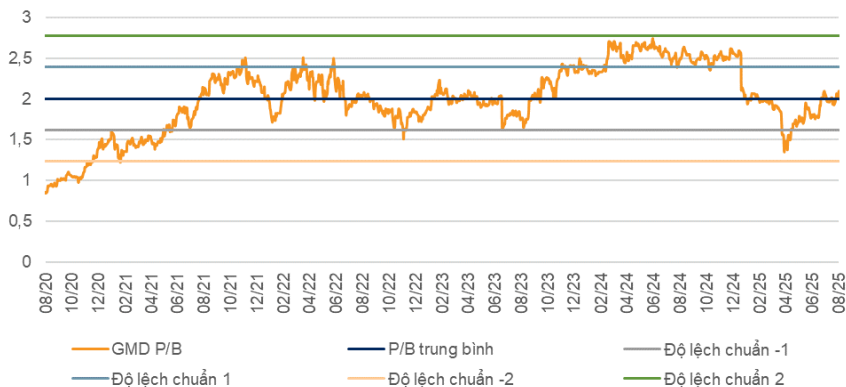
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: So sánh giữa các công ty cùng ngành (dữ liệu vào ngày 13/8/2025)

Tên công ty	Mã CP	Vốn hóa (tr USD)	Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	P/E		P/B	ROE (%)		ROA (%)		D/E (%) EV/EBITDA	
				2024	TTM	TTM	2024	TTM	2024	TTM	2024	TTM
Cảng biển nội địa												
CTCP Gemadept	GMD VN	974,1	19,1	19,8	19,2	2,1	13,0	11,8	9,2	8,2	15,7	12,1
CTCP Cảng Sài Gòn	SGP VN	260,2	(24,9)	35,5	39,9	2,5	6,3	6,3	3,1	3,1	2,5	30,4
CTCP Cảng Đà Nẵng	CDN VN	121,7	7,2	11,2	9,6	1,7	17,1	18,8	12,9	13,3	23,7	4,8
CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ	DVP VN	113,7	7,4	9,8	9,3	2,4	23,5	25,2	20,5	21,0	-	6,6
CTCP Cảng Đồng Nai	PDN VN	200,9	32,4	12,1	12,2	2,8	28,8	32,1	23,9	24,2	5,5	5,5
CTCP Cảng Cát Lái	CLL VN	45,0	3,1	13,1	11,4	1,9	15,4	15,5	14,4	14,0	0,4	7,0
CTCP Cảng Hải Phòng	PHP VN	485,4	3,6	16,9	15,8	2,3	15,3	15,3	10,4	10,4	8,0	13,7
CTCP Đại lý giao nhận vận tải xếp dỡ Tân Cảng	TCL VN	42,1	9,7	8,6	8,4	1,8	20,4	22,2	14,2	14,4	5,2	4,6
CTCP Cảng Đoạn Xá	DXP VN	26,7	(11,1)	12,9	8,9	0,8	6,3	9,3	5,4	7,8	10,7	1,8
CTCP Cảng Rau Quả	VGP VN	8,6	(0,7)	14,8	13,2	0,9	7,4	7,2	0,3	0,4	683,4	51,1
Trung bình Việt Nam		245,5	4,0	15,1		2,0	14,8				72,3	13,8
Trung vị Việt Nam		121,7	3,6	12,9		2,1	15,3				8,0	6,8
Cảng biển khu vực												
Adani Ports And Special Econ	ADSEZ IN	32.670,4	37,8	23,0	25,8	4,6	19,2	19,2	8,7	8,7	79,2	15,9
Westports Holdings Bhd	WPRTS MK	4.670,5	4,3	17,7	20,9	5,0	24,5	25,1	13,7	13,8	30,5	12,1
Xiamen International Air-A	600897 CH	862,2	387,4	14,7	14,3	1,3	10,0	9,8	7,7	7,4	4,1	NA
Gujarat Pipavav Port Ltd	GPPV IN	868,3	27,1	16,8	19,1	3,3	17,1	17,1	13,5	13,5	2,7	9,8
Namyong Terminal Pcl	NYT TB	113,7	34,1	7,4	8,4	1,0	14,0	11,8	7,4	6,2	70,9	5,8
Suria Capital Holdings Bhd	SURIA MK	132,2	(1,4)	18,8	17,9	0,5	3,0	2,7	2,4	2,2	2,1	6,2
Navkar Corp Ltd	NACO IN	206,3	NA	NA	NA	0,9	(2,3)	(2,3)	(2,1)	(2,1)	8,7	NA
Trung bình khu vực		5.646,2	81,5	16,4		2,4	12,2				28,3	10,0
Trung vị khu vực		862,2	30,6	17,3		1,3	14,0				8,7	9,8

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: P/B trượt của GMD



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Giá mục tiêu trong trường hợp WACC và/hoặc tăng trưởng dài hạn tăng/giảm

Tăng trưởng dài hạn	WACC						
	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%	11,1%	11,6%	12,1%
3,0%	96.400	88.900	82.500	76.900	72.100	67.800	63.900
2,5%	91.900	85.200	79.400	74.300	69.800	65.900	62.300
2,0%	88.000	82.000	76.700	72.000	67.900	64.200	60.800
1,5%	84.600	79.100	74.300	69.900	66.100	62.600	59.500
1,0%	81.700	76.600	72.100	68.100	64.500	61.200	58.300

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Báo cáo KQ HĐKD

(Tỷ đồng)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
Doanh thu thuần	2.606	3.206	3.898	3.846	4.832	5.471	5.693
Giá vốn hàng bán	(1.656)	(2.064)	(2.180)	(2.069)	(2.697)	(3.132)	(3.218)
Lợi nhuận gộp	950	1.142	1.718	1.776	2.135	2.338	2.475
Chi phí quản lý DN	(341)	(295)	(524)	(545)	(575)	(597)	(620)
Chi phí bán hàng	(137)	(154)	(142)	(114)	(247)	(257)	(267)
LN hoạt động	471	693	1.051	1.117	1.313	1.484	1.588
EBITDA thuần	879	1.072	1.445	1.512	1.719	2.006	2.124
Chi phí khấu hao	(408)	(380)	(393)	(395)	(406)	(522)	(536)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	471	693	1.051	1.117	1.313	1.484	1.588
Thu nhập tài chính	28	40	24	1.941	426	44	25
Chi phí tài chính	(159)	(108)	(166)	(169)	(150)	(207)	(256)
Thu nhập ròng khác	16	(55)	(0)	(16)	(320)	(16)	(16)
Thu nhập từ các công ty LDLC	157	237	399	272	829	578	576
Lợi nhuận trước thuế	513	806	1.308	3.144	2.099	1.883	1.917
Chi phí thuế	(72)	(86)	(147)	(642)	(175)	(273)	(272)
Lợi nhuận ròng	371	612	994	2.222	1.455	1.349	1.385
Lợi nhuận ròng sau điều chỉnh	371	612	994	2.222	1.455	1.349	1.385

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
Tiền & Tương đương tiền	428	637	1.364	1.474	3.964	1.914	1.079
Đầu tư tài chính ngắn hạn	23	52	82	356	1.021	82	82
Các khoản phải thu ngắn hạn	342	437	542	585	599	760	791
Hàng tồn kho	73	69	83	68	83	128	133
Tài sản ngắn hạn khác	84	90	222	290	369	198	203
Tổng tài sản ngắn hạn	1.356	1.689	2.619	3.401	6.674	3.712	2.898
Tài sản cố định	3.143	3.146	3.262	4.169	4.033	6.384	6.635
Tổng tài sản đầu tư	2.531	2.830	3.065	3.122	3.844	3.844	6.317
Tài sản dài hạn khác	2.804	3.066	4.084	2.850	3.437	3.583	3.591
Tổng tài sản	9.835	10.731	13.031	13.542	17.988	17.524	19.441
Nợ vay ngắn hạn	763	860	543	446	422	478	497
Phải trả người bán ngắn hạn	358	381	838	508	487	551	573
Phải trả ngắn hạn khác	338	505	1.530	515	769	730	763
Tổng nợ ngắn hạn	1.745	2.263	3.211	1.936	2.101	2.323	2.421
Nợ vay dài hạn	1.138	1.061	1.486	1.518	1.745	1.396	2.392
Phải trả dài hạn khác	357	363	386	381	380	566	589
Vốn góp của chủ sở hữu	3.014	3.014	3.014	3.059	4.140	4.202	4.202
Lợi nhuận giữ lại	435	661	1.227	2.938	3.617	3.165	3.413
Vốn chủ sở hữu	5.901	6.319	6.926	8.558	12.382	11.208	11.749
Lợi ích cổ đông thiểu số	(70)	(108)	(167)	(280)	(468)	(261)	(260)
Tổng nợ và VCSH	9.835	10.731	13.031	13.542	17.998	17.524	19.441

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
Lợi nhuận trước thuế	513	806	1.308	3.144	2.099	1.883	1.917
Khấu hao	408	380	393	395	406	522	536
Thuế đã nộp	(167)	(103)	(147)	(625)	(242)	(273)	(272)
Các khoản điều chỉnh khác	(234)	(117)	(458)	(2.306)	(777)	(220)	(291)
Thay đổi vốn lưu động	136	(2)	1.203	(696)	42	(393)	(49)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	655	965	2.299	(88)	1.527	1.520	1.841
Đầu tư TSCĐ	(216)	(586)	(1.366)	(1.068)	(1.480)	(2.394)	(294)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	22	42	4	22	13	0	0
Các khoản khác	292	179	174	2.613	527	0	(2.473)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(25)	9	(47)	(554)	(435)	0	0
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	73	(356)	(1.235)	1.013	(1.376)	(2.394)	(2.767)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	45	0	0	45	3.059	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(177)	29	91	(81)	719	(294)	1.015
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức	(353)	(426)	(428)	(780)	(916)	(924)	(924)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	(486)	(398)	(338)	(816)	2.862	(1.218)	91
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	186	428	637	1.364	1.474	3.964	1.914
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	242	211	727	110	3.013	(2.092)	(835)
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	428	639	1.364	1.474	4.487	1.872	1.079

Chỉ số tài chính quan trọng

Chỉ số định giá	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
EPS (VND)	1.231	2.031	3.298	7.265	3.516	3.212	3.297
P/E	49,5	30,0	18,5	8,4	17,3	19,0	18,5
PEG 1 năm	119,3	46,1	29,6	7,0	(33,6)	(219,2)	696,2
EV/EBIT	33,2	39,0	26,5	17,5	16,7	19,2	17,2
EV/EBITDA	19,9	20,9	17,1	12,7	12,3	14,7	12,8
P/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
P/B	3,1	2,9	2,6	2,2	2,0	2,3	2,2
Tỷ suất cổ tức	2,4%	1,8%	2,1%	2,2%	3,9%	3,4%	3,3%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	95,3%	69,6%	43,1%	35,1%	62,9%	68,5%	66,7%
Chỉ số tăng trưởng							
Tăng trưởng doanh thu	-2,4%	-1,4%	23,1%	21,6%	-1,3%	25,6%	13,2%
Tăng trưởng LN gộp	-6,2%	20,2%	50,5%	3,4%	20,2%	9,5%	5,8%
Tăng trưởng LN ròng	-28,3%	65,0%	62,4%	123,6%	-34,5%	-7,3%	2,7%
Tăng trưởng EPS	-29,3%	65,0%	62,4%	120,3%	-51,6%	-8,7%	2,7%
Chỉ số hiệu quả sinh lời							
Biên LN gộp	36,4%	35,6%	44,1%	46,2%	44,2%	42,7%	43,5%
Biên EBITDA	33,7%	33,4%	37,1%	39,3%	35,6%	36,7%	37,3%
Biên LN hoạt động	18,1%	21,6%	27,0%	29,0%	27,2%	27,1%	27,9%
Biên LN ròng	14,2%	19,1%	25,5%	57,8%	30,1%	24,7%	24,3%
ROAA	3,8%	5,7%	7,6%	16,4%	8,1%	7,7%	7,1%
ROAE	6,3%	9,7%	14,4%	26,0%	11,8%	12,0%	11,8%
Chỉ số đòn bẩy							
Khả năng trả lãi vay (EBIT/Lãi vay)	3,2	6	8	8	9	8	8
EBITDA/(Lãi vay + CAPEX)	1,6	3,3	1,9	1,0	1,4	1,2	0,8
Nợ vay/ Vốn	19,3%	17,9%	15,6%	14,5%	12,0%	10,7%	14,9%
Nợ vay/ VCSH	32,2%	30,4%	29,3%	22,9%	17,5%	16,7%	24,6%
Nợ vay ròng/ VCSH	25,0%	20,3%	9,6%	5,7%	-14,5%	-0,4%	15,4%
Chỉ số thanh khoản							
Vòng quay tổng tài sản	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Vòng quay khoản phải thu	7,4	6,7	6,6	6,9	6,5	7,1	7,1
Số ngày phải thu	49,7	54,5	55,7	52,7	56,1	51,3	51,8
Vòng quay khoản phải trả	6,7	8,7	6,4	5,7	9,7	10,5	10,1
Số ngày phải trả	54,7	42,0	57,1	63,9	37,6	34,6	36,0
Vòng quay hàng tồn kho	22	29	29	27	36	30	25
Số ngày tồn kho	16	12	14	12	11	15	15
Hệ số thanh toán hiện hành	0,8	0,7	0,8	1,8	3,2	1,6	1,2
Hệ số thanh toán nhanh	0,7	0,7	0,8	1,7	3,1	1,5	1,1

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

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

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Phân tích

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

Email: tuang.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Đặng Huy Hoàng – Chuyên viên Phân tích

Email: hoang.danghuy2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>