

CTCP GERMADEPT (HSX: GMD)

Ngành: Công nghiệp

Xếp hạng

TRUNG LẬP

Giá đóng cửa (10/03/2025)	61,500 đ/cp
Giá mục tiêu	68,100 đ/cp
vs Consensus	-12.9%
Lợi nhuận kỳ vọng	+10.7%

Chuyên viên phân tích

Vũ Mạnh Tuấn

tuanvm@vpbanks.com.vn

Chờ đợi cơ hội đầu tư cho tăng trưởng dài hạn

Điểm nhấn tài chính

- Doanh thu Q4/24 tăng mạnh 37% svck (+12% sv quý trước) đạt 1,412 tỷ đồng (mức doanh thu cao nhất theo quý ghi nhận từ trước đến nay).
- Trong cả năm 2024, LN ròng giảm 25% svck xuống 1,905 tỷ đồng do không còn ghi nhận khoản lợi nhuận một lần và chi phí khác cao hơn dự kiến.
- Chúng tôi dự báo LNTT của GMD sẽ tăng 3.4%/7.7% svck đạt 2,151/2,317 tỷ đồng trong năm 2025-26.

Luận điểm đầu tư

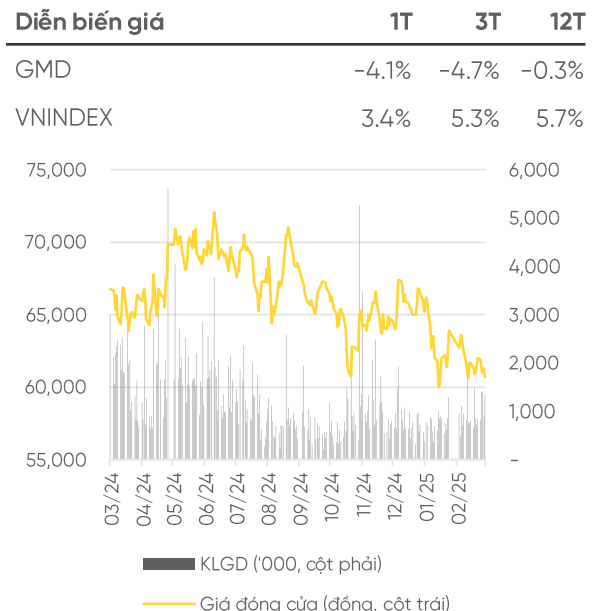
- Tăng trưởng doanh thu sẽ chậm lại trong năm 2025.** Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sẽ tăng 7.3% svck trong năm 2025 (chứng lãi so với tăng trưởng 25.7% svck trong năm 2024) do: 1) các cụm cảng chính đã vận hành vượt công suất thiết kế trong năm 2024, và 2) cạnh tranh ở khu vực cảng phía Bắc có ảnh hưởng nhất định đến cảng Nam Đình Vũ của GMD.
- Lợi nhuận thuần sẽ giảm do không còn khoản lợi nhuận bất thường trong năm 2025.** Tổng kết lại, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng sẽ giảm -2.4% svck đạt 1,425 tỷ đồng trong năm 2025 do không còn khoản lợi nhuận đột biến từ việc thoái vốn cảng. Loại trừ các khoản tăng bất thường, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của GMD vẫn sẽ tăng 4.0% svck.
- Kỳ vọng tăng trưởng dài hạn được hỗ trợ với kế hoạch mở rộng cảng.** Chúng tôi dự báo rằng LNTT sẽ đạt tăng trưởng kép 7.1% trong giai đoạn 2024-27 (giai đoạn hậu tái cấu trúc) nhờ hai dự án cảng mới đi vào hoạt động bao gồm Nam Đình Vũ giai đoạn 3 vào Q1/26 và Germalink 2A vào Q1/27 sẽ mở rộng công suất hệ thống cảng của GMD thêm 36%.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị trung lập cho cổ phiếu GMD với giá mục tiêu **68,100đ/cp** dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP). GMD hiện tại đang giao dịch ở mức P/E là 16.4, thấp hơn 15% sv trung bình 5 năm (19.4), nhưng phù hợp với trung bình ngành hiện tại (16.5) phản ánh kỳ vọng vào KQKD năm 2025. **Tuy nhiên, định giá có thể trở nên hấp dẫn hơn dựa trên giá thanh lý mảng rừng cao su (hình 26).**

Thông tin giao dịch

KLGD TB 20 ngày	833,210
SLCP lưu hành (tr cp)	414.0
Biên độ 52 tuần(VND)	72,070/60,000
Vốn hoá doanh nghiệp (tỷ đồng)	25,377
Free float	86%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN hiện tại	4.7%
Beta	0.9



Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027
Doanh thu	4,832	5,186	5,788	5,999
LN gộp	2,162	2,300	2,580	2,753
Ln ròng	1,459	1,437	1,549	1,734
Biên LN gộp	44.7%	44.4%	44.6%	45.9%
Biên LN ròng	30.2%	27.7%	26.8%	28.9%
P/E	16.4	19.5	18.1	16.2
P/B	2.2	1.9	1.8	1.7
ROE	10.6%	8.6%	8.6%	8.9%
ROA	8.1%	6.7%	6.9%	7.4%

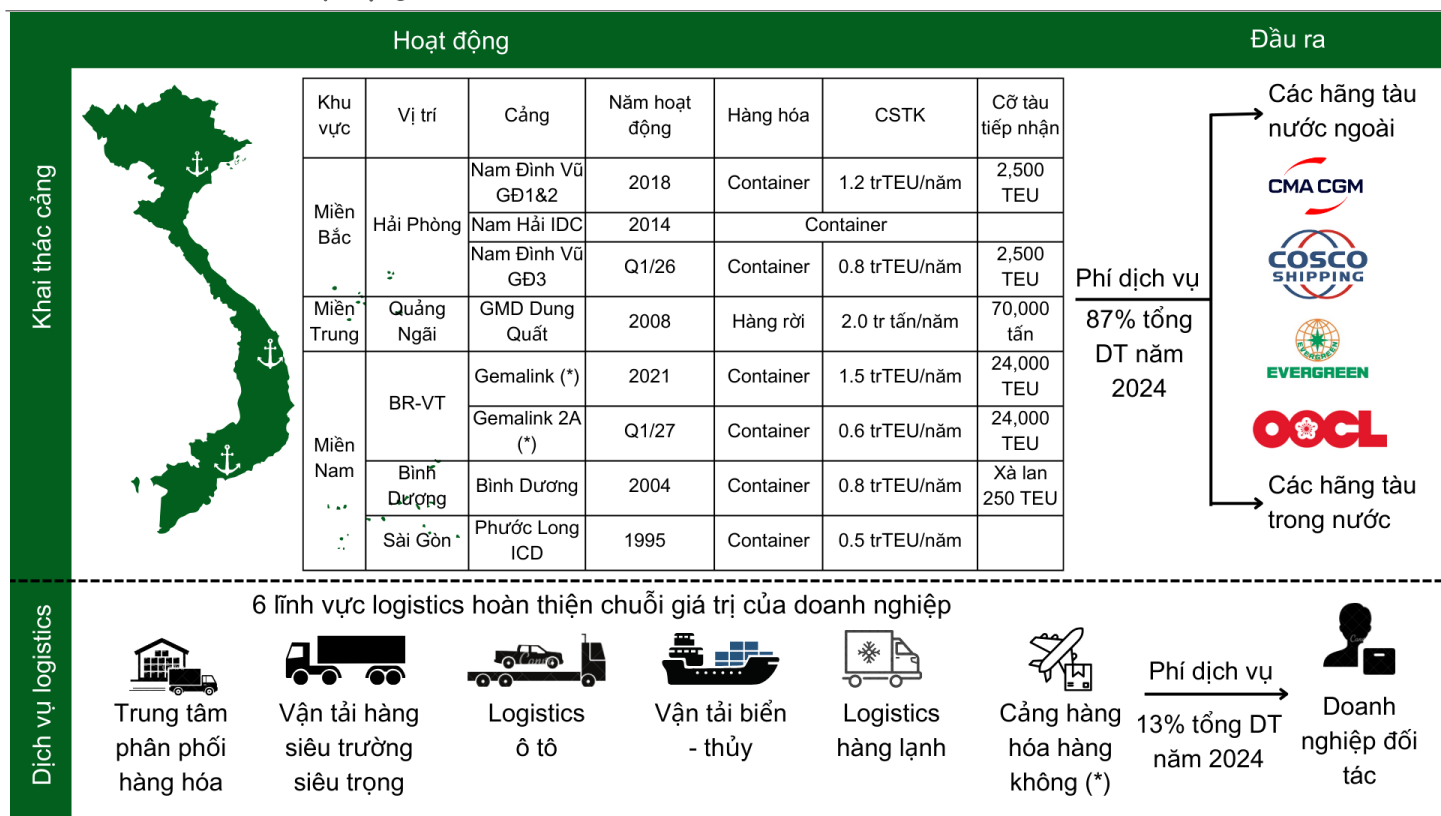
Báo cáo này được thực hiện bởi VPBankS Research, và được sử dụng như một nguồn tham khảo. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư tìm đọc các phương pháp xếp hạng, cam kết của chuyên viên phân tích, tuyên bố miễn trừ trách nhiệm, và các công bố quan trọng khác bởi VPBankS, được trình bày trong phụ lục tại cuối báo cáo.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Hoàn thành chuỗi giá trị khép kín hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh cốt lõi

Công ty Cổ phần Gemadept(GMD), ban đầu được biết đến với tên gọi công ty cổ phần đại lý vận tải biển thống nhất, được thành lập năm 1990. Công ty chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực cảng và logistics. GMD chính thức chuyển đổi thành công ty cổ phần vào năm 1993. Đây là một trong số ít các công ty logistics của Việt Nam có khả năng cung cấp dịch vụ logistics toàn diện nhờ hệ thống dịch vụ tích hợp, bao gồm cảng biển, kho bãi và phương tiện vận chuyển được bố trí chiến lược tại các khu vực kinh tế trọng điểm ở miền Bắc, Trung và Nam. GMD đã được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) từ năm 2002.

Hình 1. Tóm tắt mô hình hoạt động của GMD



Lưu ý: () là các công ty liên doanh liên kết của GMD
Nguồn: GMD, VPBankS Research

Mở rộng cảng: hệ thống cảng trải rộng khắp Việt Nam

Trong 35 năm hoạt động và phát triển, GMD đã và đang tiếp tục mở rộng và hoàn thiện chuỗi giá trị phục vụ cho hoạt động kinh doanh cốt lõi với cách thức tối ưu nhất. Cho đến thời điểm hiện tại, hệ thống cảng của GMD bao gồm 6 cảng trải dài khắp các khu vực Bắc, Trung và Nam, với tổng công suất thiết kế lên đến 3.5 trTEU mỗi năm. Hệ thống bao gồm 3 cảng container, 2 cảng cạn và 1 cảng hàng rời. Hoạt động khai thác cảng hiện là mảng kinh doanh cốt lõi của GMD, đóng góp 87% tổng doanh thu và 85% lợi nhuận gộp trong năm 2024 (không bao gồm cảng gemalink). Hiện tại, GMD đang hợp tác với nhiều hãng tàu lớn trên thế giới để vận hành hệ thống cảng của mình.

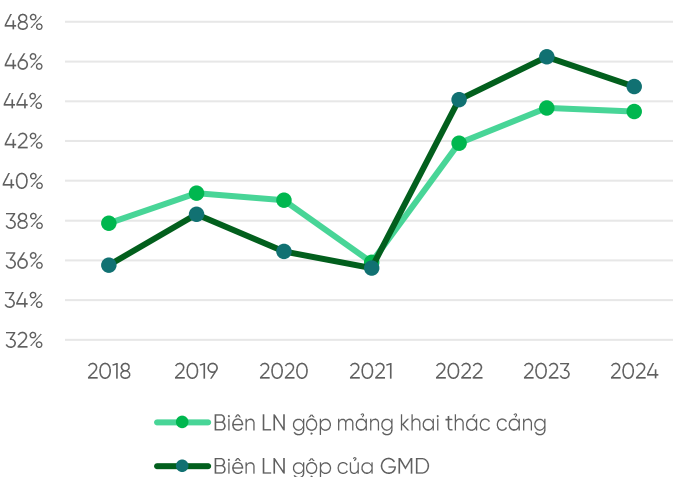
Mảng Logistics : Hoàn thiện chuỗi giá trị của GMD

Hệ thống logistic của GMD được tích hợp toàn diện, bao gồm các khu vực sau:

- **Kho hàng hoá hàng không:** Dịch vụ kho bãi và xử lý hàng hóa tại Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất ở Thành phố Hồ Chí Minh.
- **Trung tâm phân phối:** Dịch vụ logistics tại các kho hàng, bao gồm vận chuyển, lưu kho, đóng gói và giao nhận hàng hóa cho các ngành FMCG, F&B và các ngành khác.
- **Vận tải biển và đường thủy nội địa:** GMD sở hữu 4 tàu và 45 sà lan, hỗ trợ vận chuyển hàng qua cả đường biển và đường thủy nội địa trên các tuyến nội địa cũng như tuyến vận chuyển đến Campuchia, kết nối với TP. Hồ Chí Minh và Bà Rịa – Vũng Tàu.
- **Kho lạnh:** GMD liên doanh với Tập đoàn Thủy sản Minh Phú (Upcom: MPC) để vận hành kho lạnh bảo quản thủy sản và nông sản tại Hậu Giang.
- **Logistics ngành ô tô:** GMD hợp tác với "K" Line để cung cấp dịch vụ logistics cho xe ô tô nhập khẩu nguyên chiếc (CBU).

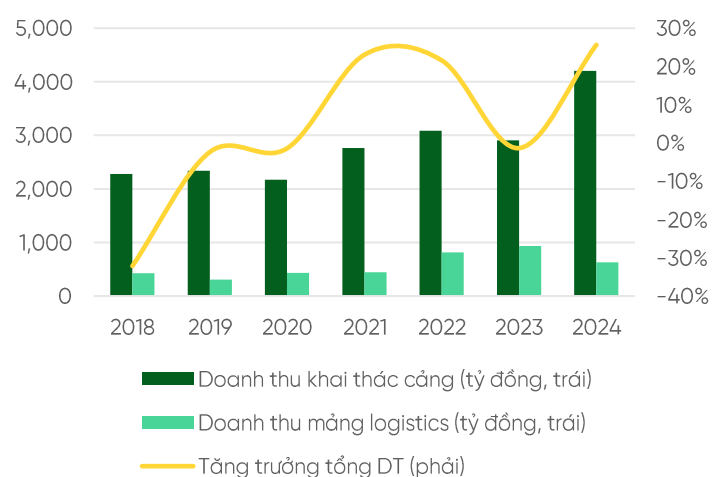
Mạng lưới rộng khắp này giúp GMD cung cấp giải pháp logistics trọn gói cho khách hàng thuộc nhiều ngành công nghiệp khác nhau

Hình 2. Biên lợi nhuận gộp của mảng khai thác cảng đã tăng lên, dẫn đến biên LN gộp của GMD tăng



Nguồn: VPBankS Research

Hình 3. Doanh thu từ mảng khai thác cảng đã và đang tăng trưởng trong quá trình mở rộng



Nguồn: VPBankS Research

Mảng cao su: Dừng đầu tư và tìm kiếm cơ hội thoái vốn

GMD đã tham gia vào lĩnh vực trồng cao su tại Cambodia từ năm 2011 với dự án có quy mô bao phủ 30,000 hecta giấy chứng nhận quyền sử dụng đất có thời hạn 70 năm. Tính đến nay, hơn 10.000 ha đã được trồng, chiếm khoảng một phần ba tổng quy mô dự án. Hiện tại, GMD đang tìm kiếm cơ hội thoái vốn khỏi dự án này. Đến cuối năm 2024, giá trị sổ sách của mảng trồng cao su của GMD là 1,324 tỷ đồng.

Hình 4. Các giai đoạn phát triển của GMD



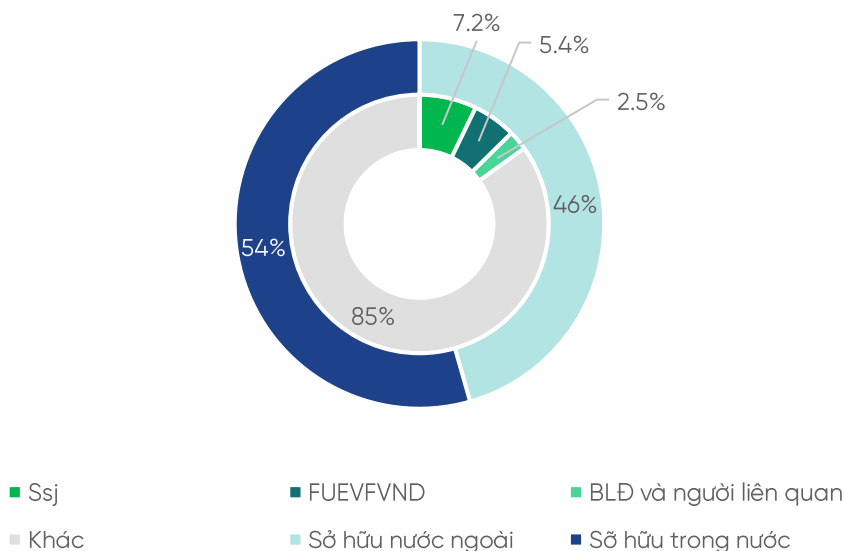
Nguồn: GMD, VPBankS Research

Cơ cấu cổ đông

Tại thời điểm ngày 23 tháng 1 năm 2025, công ty TNHH SSJ Consulting Việt Nam, nắm giữ tỷ lệ cổ phần lớn nhất (7.2%), trong đó ông Shinya Hosoi, CEO của công ty này, cũng là thành viên Hội đồng Quản trị của GMD.

Các nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ 46% tỷ lệ cổ phần, gần chạm mức giới hạn sở hữu nước ngoài (FOL) là 49%. Nhà đầu tư trong nước nắm giữ 54% cổ phần còn lại. Nhà Nước hiện không còn sở hữu cổ phần tại GMD.

Hình 5. Cơ cấu cổ đông của GMD



Nguồn: GMD, VPBankS Research

Kết quả kinh doanh Q4/24: Hoạt động cốt lõi vững mạnh thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

Hình 6. Q4/24 và năm 2024 (VNDbn)

	Q4/24	Q4/23	% svck	% sv quý trước	2024	2023	% svck
Doanh thu	1,412	1,034	36.6%	11.7%	4,832	3,846	25.7%
_Cảng	1,277	791	61.5%	16.6%	4,201	2,909	44.4%
_Logistics	135	243	-44.5%	-20.1%	632	937	-32.6%
LN gộp	629	426	47.8%	8.2%	2,162	1,778	21.6%
Chi phí BH&QLDN	270	276	-2.1%	48.5%	816	661	23.4%
Liên doanh liên kết	313	139	124.5%	40.9%	816	274	197.4%
LNTT	351	253	38.6%	-29.9%	2,080	3,147	-33.9%
LN ròng	356	192	85.6%	-20.7%	1,905	2,534	-24.8%
LNST công ty mẹ	235	115	104.3%	-30.0%	1,459	2,251	-35.2%
<i>Biên LN gộp</i>	<i>44.6%</i>	<i>41.2%</i>	<i>3.4% pts</i>	<i>-1.4 đ %</i>	<i>44.7%</i>	<i>46.2%</i>	<i>-1.5 đ %</i>
<i>Biên LN ròng</i>	<i>25.2%</i>	<i>18.5%</i>	<i>6.7% pts</i>	<i>-10.3 đ %</i>	<i>39.4%</i>	<i>65.9%</i>	<i>-26.5 đ %</i>

Nguồn: GMD, VPBankS Research

Doanh thu Q4/24 đạt đỉnh nhưng lợi nhuận ròng giảm svck

Trong Q4/24, Doanh thu GMD tăng trưởng mạnh by 37% svck (+12% sv quý trước) đạt 1,412 tỷ đồng, đánh dấu mức doanh thu theo quý cao nhất từ trước đến nay. Trong đó, doanh thu hoạt động cảng cốt lõi tăng mạnh 62% svck (+17% sv quý trước) đạt 4,201 tỷ đồng nhờ sự phục hồi của thông lượng hàng qua các cụm cảng của GMD từ mức thấp trong năm 2023. Tại các cảng ở khu vực phía Bắc, thông lượng container qua cảng đạt 430 nghìn TEU (+28% sv quý trước, +60% svck), trong khi các cảng phía Nam đạt 839 nghìn TEU (+ 0.4% sv quý trước, +30% svck).

Tuy nhiên, biên LN gộp giảm 1.4 đ % sv quý trước (+3.4 đ % svck) do LN gộp hoạt động khai thác cảng giảm 8.0 đ % svck.

Mặc dù doanh thu tăng mạnh, LN ròng của GMD giảm mạnh 21% sv quý trước (+39% svck) còn 356 tỷ đồng trong Q4/24, Nguyên nhân chính là do chi phí khác tăng đột biến, lên tới 455 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng khoản chi phí này chủ yếu đến từ trích lập dự phòng cho dự án cao su và sự cố tàu.

LN từ hoạt động cốt lõi và công ty LDLK thúc đẩy tổng lợi nhuận

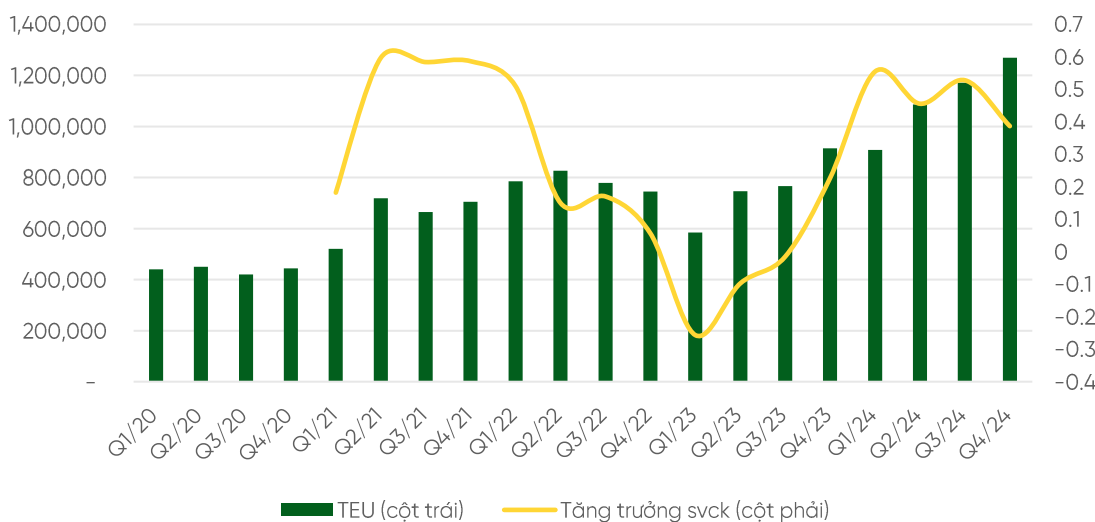
Trong cả năm 2024, GMD ghi nhận tổng doanh thu đạt 4,832 tỷ đồng (+26% svck). Mặc dù có sự khác biệt giữa 2 mảng kinh doanh cốt lõi: mảng hoạt động khai thác cảng (+44% svck) và mảng logistics (-33% svck) do giá thuê tàu giảm, tăng trưởng lợi nhuận của GMD trong năm 2024 được hỗ trợ đáng kể từ hoạt động liên doanh liên kết đóng góp 816 tỷ đồng

(+197% svck) cho lợi nhuận. Đáng chú ý nhất là khoản đóng góp từ gemalink, với lợi nhuận tăng 32 lần svck đạt 537 tỷ đồng, nhờ thông lượng hàng hoá tăng mạnh 179% svck, trong khi lợi nhuận từ SCS cũng tăng mạnh 41% svck đạt 238 tỷ đồng. Tuy nhiên, LN ròng trong năm 2024 giảm 25% svck đạt 1,905 tỷ đồng do không còn ghi nhận khoản lợi nhuận tài chính một lần từ việc bán cảng và chi phí khác cao hơn dự kiến. Loại trừ các yếu tố này, lợi nhuận hoạt động của GMD vẫn tăng mạnh 21% svck trong năm 2024.

Tăng vốn điều lệ thành công là một trong những yếu tố thúc đẩy tăng trưởng

Trong T11/24, GMD thành công phát hành 103.4 triệu cổ phiếu, tăng vốn điều lệ thêm 3,014 tỷ đồng. Chúng tôi tin rằng với việc nguồn vốn được tăng thêm, GMD có thể tiến hành việc mở rộng hoạt động kinh doanh trong năm 2025.

Hình 7. Tổng thông lượng hàng qua hệ thống cảng GMD theo quý



Nguồn: GMD, VPBankS Research

Hình 8. Thông lượng hàng qua hệ thống cảng GMD theo khu vực (TEU)



Nguồn: GMD, VPBankS Research

Triển vọng năm 2025-26 : Chờ đợi cơ hội đầu tư cho tăng trưởng dài hạn

Hình 9. Dự phóng KQKD năm 2025-26

Tỷ đồng	2024	2025	% svck	2026	%svck	2027	%svck	TTK 2024-27
Doanh thu	4,832	5,186	7.3%	5,788	11.6%	5,999	3.6%	7.5%
_Khai thác Cảng	4,201	4,492	6.9%	5,059	12.6%	5,255	3.9%	7.8%
_Khai thác Tàu	632	695	10.0%	730	5.0%	744	2.0%	5.6%
LN gộp	2,162	2,300	6.4%	2,580	12.2%	2,753	6.7%	8.4%
Chi phí BH&QLDN	816	901	10.4%	1,014	12.6%	1,076	6.1%	9.7%
HĐ liên doanh liên kết	816	908	11.3%	892	-1.7%	1,018	14.2%	7.7%
LNTT	2,080	2,151	3.4%	2,317	7.7%	2,595	12.0%	7.7%
LN ròng	1,905	1,876	-1.5%	2,022	7.7%	2,264	12.0%	5.9%
LN công ty mẹ	1,459	1,437	-1.5%	1,549	7.7%	1,734	12.0%	5.9%
Biên LN gộp	45%	44%	-0.4 đ %	45%	0.2 đ %	46%	1.3 đ %	
Biên LN ròng	30%	27.7%	-2.5 đ %	26.8%	-1.0 đ %	28.9%	2.1 đ %	

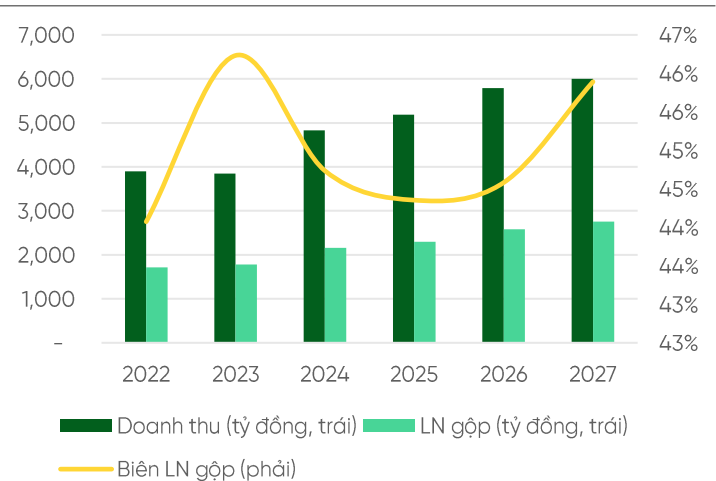
Nguồn: GMD, VPBankS Research

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh sẽ tăng trưởng mạnh hơn trong dài hạn.

Chúng tôi dự báo rằng LNTT của GMD sẽ tăng trưởng ở mức tăng trưởng kép là 7.1% trong giai đoạn 2024-2027 (sau giai đoạn tái cấu trúc), nhờ vào hai dự án cảng mới sắp đi vào hoạt động, gồm NDV Giai đoạn 3 (Q1/2026) và GIL 2A (Q1/2027), giúp nâng tổng công suất hệ thống cảng của GMD thêm 36%.

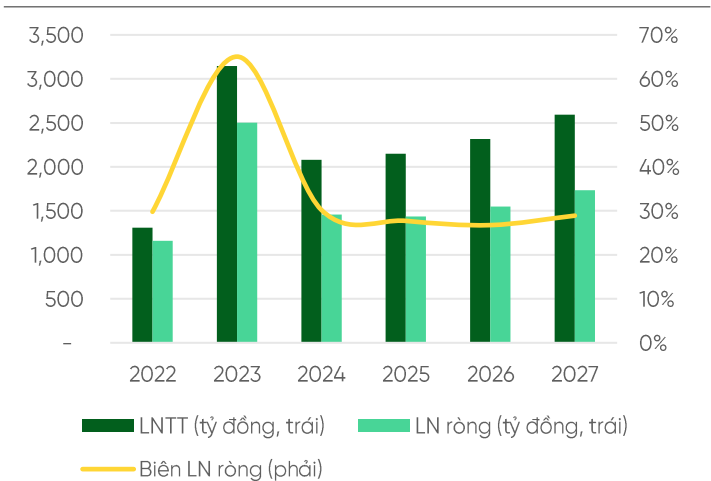
Tuy nhiên, trong kỳ hạn ngắn 2025, đà tăng trưởng của GMD sẽ chậm lại do: 1) Các cụm cảng chính đang vận hành vượt công suất thiết kế, and 2) cạnh tranh ở các khu vực cảng phía bắc có ảnh hưởng đáng kể đến cảng Nam Đình Vũ. Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sẽ tăng 7.3% svck trong năm 2025 (chững lại so với tăng trưởng 25.7% svck trong năm 2024).

Hình 10. Dự báo doanh thu và LN gộp của GMD



Nguồn: VPBankS Research

Hình 11. Dự báo LNTT and LN ròng của GMD



Nguồn: VPBankS Research

Tốc độ tăng trưởng sẽ chậm lại trong năm 2025

Giai đoạn 2020–25 đánh dấu quá trình tái cấu trúc của GMD, tập trung vào thoái vốn khỏi các lĩnh vực kinh doanh không hiệu quả để tập trung vào hoạt động khai thác cảng và hoàn thiện chuỗi giá trị cho hoạt động cốt lõi. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng, năm 2024 đã là năm hiệu quả nhất để phản ánh kết quả của quá trình tái cấu trúc trong kết quả hoạt động kinh doanh của GMD. Trong năm 2025 hoạt động kinh doanh cốt lõi vẫn sẽ tăng trưởng nhưng ở tốc độ chậm hơn.

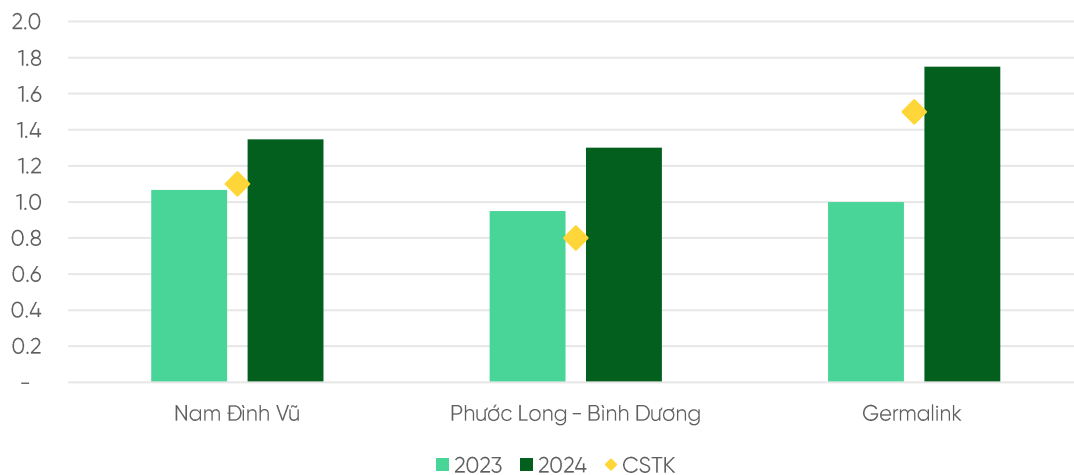
Tốc độ tăng trưởng doanh thu chậm lại trong năm 2025 do các cảng chính đã vượt công suất và áp lực cạnh tranh tại khu vực cảng phía Bắc

Chúng tôi dự báo doanh thu của GMD sẽ tăng 7.3% svck trong năm 2025 dựa trên các giả định sau:

1) Thông lượng hàng qua hệ thống cảng của GMD sẽ tăng 8.0% svck trong năm 2025 (sv 47% cùng kì năm 2024).

Tốc độ tăng trưởng thông lượng hàng qua cảng chậm lại do các cảng chính đã vận hành vượt công suất thiết kế trong năm 2024, bao gồm Nam Đình Vũ (hoạt động với 125% công suất), Gemalink (hoạt động với 130% công suất) và Phước Hoà – Bình Định (hoạt động với 120% công suất).

Hình 12. Các cụm cảng chính của GMD đã hoạt động vượt CSTK (trTEU) trong năm 2024



Nguồn: GMD, VPA, VPBankS Research

2) Giá bán hàng trung bình sẽ tăng 4.0% svck trong năm 2025 (sv ước tính 10% svck năm 2024).

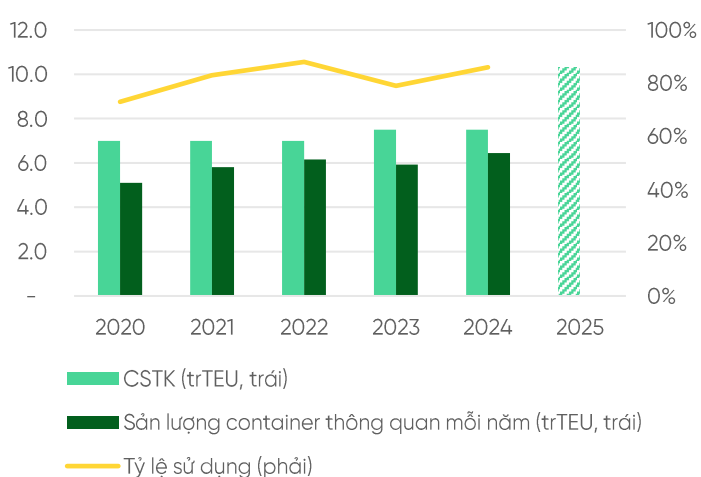
Chúng tôi cho rằng ASP sẽ tăng trưởng chậm lại trong năm 2025 do áp lực nguồn cung tại khu vực Hải Phòng, như đã đề cập trong [Báo cáo Cảng & Logistics Q3/24](#).

Trong năm 2025, hai cảng mới là Lạch Huyện 3,4 & 5,6, sẽ đi vào hoạt động sẽ làm tăng công suất cảng ở khu vực Hải Phòng trong năm 2025 thêm 37% (+2.9 trTEU). Các cảng mới có lợi thế nằm ở hạ nguồn và là cảng nước sâu, có thể tiếp nhận trực tiếp tàu mẹ của các hãng vận tải lớn, tạo áp lực cạnh tranh đáng kể đối với các cảng trên sông Cấm, đặc biệt là các cảng ở thượng nguồn.

Nam Đình Vũ vẫn nắm giữ một số lợi thế nhất định khi cạnh tranh ở khu vực Hải Phòng, bao gồm:

- NĐV đặt ở vị trí địa lý chiến lược nằm ở cửa sông Cấm.
- Mức phí xếp dỡ tại khu vực cảng sông Cấm đang thấp hơn 40-50% so với khu vực cảng Lạch Huyện.
- Kênh Hà Nam đã củng cố NĐV lợi thế cạnh tranh giúp cảng có thể tiếp nhận tàu có trọng tải lớn hơn lên đến 48.000 DWT
- **Tuy nhiên, áp lực ngắn hạn vẫn còn đó** do các công ty vận tải lớn chuyển qua xếp dỡ hàng tại các cảng mới. Chúng tôi tin rằng GMD cần thời gian để thu hút thêm những khách hàng mới nhằm thay thế lượng khách hàng mất đi bằng cách áp dụng các chiến lược cạnh tranh về dịch vụ và giá.

Hình 13. Thông lượng hàng qua cảng, công suất thiết kế, và mức độ sử dụng cụm cảng tại Hải Phòng



Nguồn: GMD, VPBankS Research

Hình 14. Các dự án cảng mới tại Hải Phòng được hỗ trợ bởi các hãng tàu lớn

Tên dự án	NĐT trong và ngoài nước	Công suất thiết kế (trTEU)	Năm dự kiến hoạt động	Cỡ tàu tiếp nhận (TEU)
Nam Đình Vũ giai đoạn 3	GMD	0.7	Q1/26	3,000
Lạch Huyện 3,4	PHP & MSC	1.1	Q1/25	8,000
Lạch Huyện 5,6	Hateco & Maersk	1.8	Q1/25	12,000
Lạch Huyện 7,8	Tân cảng Sài Gòn	1.5	2027	18,000

Nguồn: VPBankS Research

Hình 15. Cảng Nam Đình Vũ có lợi thế về địa lý hơn các cảng khác trong khu vực

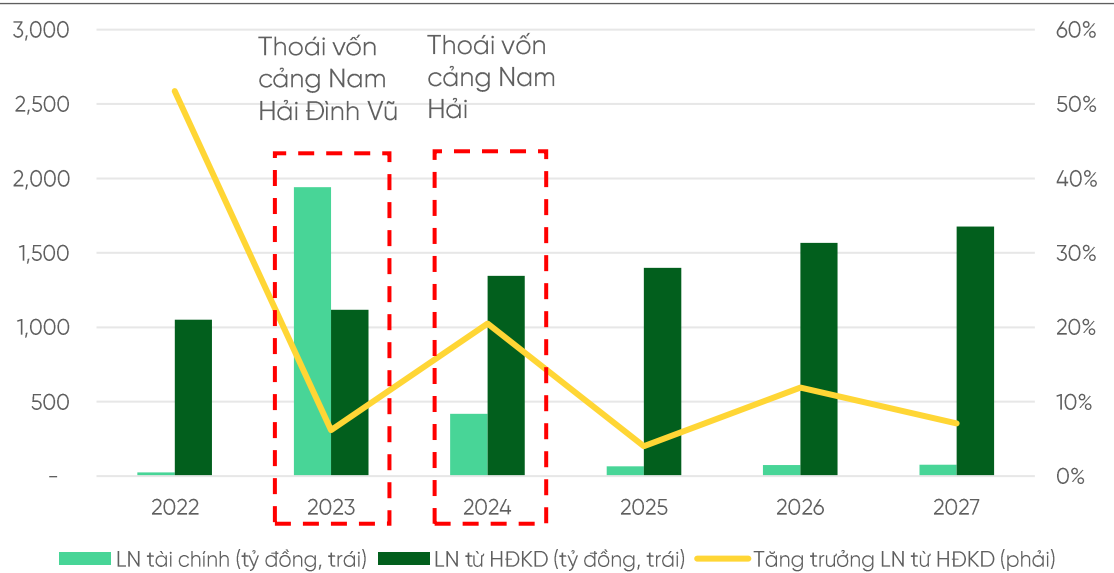


Nguồn: VPBankS Research

LN ròng sẽ giảm do không có khoản lợi nhuận tài chính một lần

Tổng kết lại, chúng tôi dự báo LN ròng sẽ giảm 1.5% svck đạt 1,425 tỷ đồng trong năm 2025 do không có khoản lợi nhuận bất thường và chi phí khác cao hơn dự kiến. Loại trừ yếu tố này, LN từ hoạt động kinh doanh vẫn sẽ tăng 4.0% svck.

Hình 16. LN từ HĐKD dự phóng tăng trưởng 4.0% svck trong năm 2025



Nguồn: VPBankS Research

Tiềm năng tăng trưởng dài hạn được hỗ trợ bởi kế hoạch mở rộng khai thác cảng

Trong năm 2026-27 (giai đoạn hậu tái cấu trúc của GMD), chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận ròng sẽ đạt mức tăng trưởng kép lần lượt là 7.5% và 5.4% chủ yếu nhờ vào việc đưa vào vận hành các cảng mới sẽ giúp nâng tổng công suất hệ thống cảng của GMD thêm 36% svck đạt 5.3tr TEU.

Các dự án cảng mới dự kiến đưa vào hoạt động trong giai đoạn 2026-2027 bao gồm: NDV giai đoạn 3 ở Hải Phòng với công suất 800,000 TEU, dự kiến bắt đầu vận hành trong Q1/26, Cảng GIL2A tại cụm cảng Cái Mép - Thị Vải (CM-TV), với công suất thiết kế 600,000 TEU, dự kiến đi vào hoạt động trong Q1/27. Tuy nhiên, các dự án cảng mới này sẽ cần thời gian để tối ưu hóa công suất vận hành.

Hình 17. Cảng GIL 2A



Công suất thiết kế: 600,000 TEU/năm

Kích cỡ tàu tối đa: 24,000 TEU

Tổng vốn đầu tư:

Thời gian khởi công: Q4/25

Dự kiến vận hành: Q1/27

Chúng tôi kỳ vọng rằng sau khi đi vào hoạt động, cảng GIL 2A sẽ đạt 70% công suất trong vòng 2 năm.

Nguồn: GMD, VPBankS Research

Hình 18. Cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3



- Công suất thiết kế: 800,000 TEU/năm
- Kích thước tàu tối đa: 2,500 TEU
- Tổng vốn đầu tư:
- Dự kiến khởi công: Q1/25
- Dự kiến vận hành: Q1/26
- Chúng tôi dự báo rằng sau khi đi vào hoạt động, NDV Giai đoạn 3 sẽ mất 3 năm để đạt 70% công suất thiết kế do đặc điểm cạnh tranh tại các cảng ở khu vực phía Bắc

Nguồn: GMD, VPBankS Research

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị Trung Lập với giá mục tiêu 68,100đ/cp đối với GMD

Giá mục tiêu của chúng tôi cho cổ phiếu GMD dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP).

Đối với phương pháp định giá tuyệt đối DCF, ngoài các dự báo về KQKD, chúng tôi đã đưa ra những giả định bổ sung sau:

- Lãi suất phi rủi ro là 3.0% (lợi suất trái phiếu chính phủ là 10 năm), và phần bù rủi ro thị trường là 8.35%
- Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn là 1.5%.

Hình 19. Chi phí VCSH

Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	0.9
Phần bù rủi ro thị trường	8.35%
Chi phí VCSH	10.6%

Nguồn: VPBankS Research

Hình 20. WACC và tăng trưởng dài hạn

D/E mục tiêu	0.14
Chi phí nợ	7.3%
Chi phí thuế	13%
WACC	10.0
Tăng trưởng dài hạn	1.5%

Nguồn: VPBankS Research

Hình 21. Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF) cho hoạt động cốt lõi

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
EBIT	1,400	1,566	1,677	1,756	1,842	1,894	1,953	1,985	2,022	2,059
Chi phí thuế	(179)	(200)	(214)	(224)	(235)	(242)	(249)	(253)	(258)	(263)
Cộng: chi phí Khấu hao	487	496	506	518	530	542	555	567	581	594
Trừ: Capex	4,158	252	257	262	268	274	279	285	291	298
Cộng:Thay đổi vốn lưu động	(189)	(307)	(71)	(89)	(75)	(77)	(79)	(41)	(42)	(43)
Dòng tiền tự do (UFCF)	(2,639)	1,304	1,641	1,699	1,794	1,844	1,900	1,972	2,011	2,049
Giá trị hiện tại của FCFF	(2,399)	1,078	1,233	1,160	1,114	1,041	974	920	853	790
Giá trị năm cuối										24,455
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	6,762									
Giá trị hiện tại của năm cuối	9,424									
Giá trị doanh nghiệp	16,186									
Cộng: Tiền và các khoản tương đương tiền	4,986									
Trừ: Nợ ròng	2,167									
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	1,368									
Giá trị VCSH từ hoạt động kinh doanh cốt lõi	17,637									

Hình 22. Tổng kết định giá

Mảng hoạt động	Phương pháp	Giá trị VCSH	% sở hữu của GMD	Giá trị đóng góp đến GMD (tỷ đồng)
Consolidated Port&Logistics	FCFF	17,637	100%	17,637
SCS	FCFF	7,768	36%	2,828
CJ GMD Logistics	P/E	799	49%	392
CJ GMD Shipping	P/B	269	51%	137
Gemalink	FCFF	8,227	65%	5,348
Rubber plantation	P/B	1,324	100%	1,324
Others	P/B	508	100%	508
Tổng giá trị VCSH				28,173
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tr)				414
Giá mục tiêu (đồng/cp)				68,053
Giá mục tiêu (làm tròn, đồng/cp)				68,100

Nguồn: VPBankS Research

Chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy trên chi phí vốn và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

Hình 23. Phân tích độ nhạy

		Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn				
		0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
Chi phí vốn	11.6%	61,500	62,400	63,500	64,700	66,000
	11.1%	63,400	64,500	65,700	67,000	68,500
	10.6%	65,500	66,700	68,100	69,600	71,300
	10.1%	67,700	69,100	70,700	72,500	74,500
	9.6%	70,300	71,900	73,700	75,700	78,100

Nguồn: VPBankS Research

Hình 24. P/E lịch sử của GMD



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 25. P/B lịch sử của GMD



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá

- Các yếu tố thúc đẩy tiềm năng tăng trưởng bao gồm: 1) Mức độ cạnh tranh tại cụm cảng Hải Phòng không ảnh hưởng đến KQKD cảng NDV nhiều như dự báo của chúng tôi, 2) Các cảng mới của GMD chuẩn bị đưa vào hoạt động sớm hơn dự kiến và công suất hoạt động lớn hơn dự phóng của chúng tôi và 3) Việc thoái vốn mảng cao su có thể đạt giá tốt hơn dự phóng của chúng tôi.
- Mặt khác, rủi ro giảm giá bao gồm: 1) Thông lượng hàng qua hệ thống cảng của GMD thấp hơn dự báo của chúng tôi và 2) cạnh tranh tại cụm cảng Hải Phòng ảnh hưởng đến KQKD cảng NDV nhiều hơn dự phóng của chúng tôi

Về việc thoái vốn mảng cao su, do không có thông tin cụ thể liên quan đến giá bán, chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy giữa giá bán măng rừng cao su và định giá của GMD trong bảng sau:

Hình 26. Phân tích độ nhạy của định giá măng cao su và giá mục tiêu của GMD

Phương pháp định giá	0.5 P/B	Giả định của chúng tôi	1.5x P/B	Trung bình P/B hiện tại các DN cùng ngành hiện tại	Mức P/B hiện tại cao nhất trong số các doanh nghiệp cùng ngành
P/B mục tiêu (x)	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5
Giá trị VCSH của măng rừng cao su (tỷ đồng)	662	1,324	1,986	2,648	3,310
Giá mục tiêu của GMD (đ/cp)	67,239	68,053	68,867	69,681	70,495

Nguồn: VPBankS Research

Do chưa có các doanh nghiệp khai thác cao su được niêm yết trên sàn chứng khoán Campuchia, chúng tôi đã sử dụng các doanh nghiệp đại chúng nước ngoài khai thác cao su tại Campuchia làm cơ sở so sánh.

Hình 27: So sánh các DN khai thác cao su

Công ty	Mã BB	Vốn hóa (trUSD)	P/B hiện tại
Dong Phu Rubber JSC	DPR VN	163	1.69
Phuoc Hoa Rubber JSC	PHR VN	347	2.36
Tay Ninh Rubber JSC	TRC VN	94	1.28
Vietnam Rubber Group Ltd	GVR VN	5,201	2.49
Trung bình		1,451	1.95

Nguồn: VPBankS Research, Bloomberg

Hình 28. So sánh các doanh nghiệp cùng ngành với GMD (dữ liệu ngày 28/02/2025)

Tên công ty	Mã BB	Vốn hoá (trUSD)	Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	D/E 2024	P/E 12T 2025	P/B Hiện tại 2025	ROE 2024	ROA 2024	EV/EBITDA 12T 2025					
Cảng nội địa														
Gemadep Corp	GMD VN	991.1	20.1	17.5	16.5	16.5	2.0	1.9	8.8	12.0	6.4	10.3	13.6	12.4
Port of Hai Phong JSC	PHP VN	572.3	2.7	10.8	25.7	N/A	2.9	N/A	9.6	N/A	6.7	N/A	18.3	N/A
Vietnam container Shipping JSC	VSC VN	203.7	45.7	42.0	11.0	N/A	1.1	N/A	12.5	N/A	7.2	N/A	7.6	N/A
Sai Gon Port JSC	SGP VN	324.3	94.8	3.6	27.9	N/A	3.1	N/A	11.2	N/A	5.5	N/A	22.3	N/A
Dinh Vu Port Investment & Development JSC	DVP VN	128.9	7.4	0.0	9.8	N/A	2.2	N/A	22.1	N/A	19.3	N/A	6.9	N/A
Cat Lai Port JSC	CLL VN	47.8	3.1	0.5	12.5	N/A	2.0	N/A	15.7	N/A	13.9	N/A	7.1	N/A
DaNang Port JSC	CDN VN	142.6	6.6	23.7	12.1	N/A	2.0	N/A	17.0	N/A	12.9	N/A	6.8	N/A
Dong Nai Port JSC	PDN VN	171.6	32.2	5.5	13.6	N/A	3.5	N/A	28.6	N/A	23.9	N/A	8.0	N/A
Trung bình		322.8	26.6	13.0	16.1	16.5	2.4	1.9	15.7	12.0	12.0	10.3	11.3	12.4
Trung vị		187.7	13.8	8.2	13.1	16.5	2.1	1.9	14.1	12.0	10.0	10.3	7.8	12.4
Cảng quốc tế														

Westports Holdings Bhd	WPRTS MK	3560.6	4.3	30.5	17.5	17.5	4.1 3.9	24.4 22.4	13.6 11.8	11.1 10.1
International container Terminal Services Inc	ICT PM	11966.5	62.9	237.7	18.9	14.7	8.6 6.4	50.5 54.9	10.6 10.9	9.0 7.9
Adani Ports & Special Economic Zone Ltd	ADSEZ IN	26844.6	20.1	93.1	28.8	22.5	4.4 3.8	15.7 17.6	6.6 9.6	16.0 13.2
Beibuwan Port Co Ltd	000582 CH	2522.3	(1.5)	89.6	12.9	15.5	1.0 1.0	6.5 6.8	3.0 3.5	N/A 8.1
Qingdao Port International Co Ltd	6198 HK	7182.2	10.5	8.5	7.2	7.2	0.9 0.8	12.3 11.9	8.3 8.8	N/A 6.1
Shanghai International Port Group Co Ltd	600018 CH	17798.23	26.6	35.6	9.4	8.7	1.0 1.0	10.5 10.6	6.5 N/A	N/A 11.1
Trung bình		11,645.7	20.5	82.5	15.8	14.3	3.3 2.8	20.0 20.7	8.1 8.9	12.1 9.4
Trung vị		9,574.3	15.3	62.6	15.2	15.1	2.6 2.4	14.0 14.7	7.4 9.6	11.1 9.1

Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

PHỤ LỤC 1: BÁO CÁO TÀI CHÍNH

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2024	2025	2026
TÀI SẢN NGẮN HẠN	6,676	3,362	3,519
Tiền & đương tiền	4,986	1,545	1,486
Đầu tư ngắn hạn	1,021	1,021	1,021
Phải thu ngắn hạn	599	643	718
lhang tồn kho rỗng	83	90	107
Tài sản ngắn hạn khác	1,008	1,084	1,208
TÀI SẢN DÀI HẠN	11,300	17,934	19,016
Tài sản cố định	3,786	7,693	7,448
đầu tư công ty liên kết	3,792	4,493	5,173
Tài sản vô hình	247	263	278
Tài sản dài hạn khác	3,436	5,446	6,078
Tổng tài sản	17,976	21,296	22,535

LỢI PHẢI TRẢ	4,232	4,544	4,425
Nợ ngắn hạn	2,107	2,264	2,559
Vay nợ ngắn hạn	422	443	535
Phải trả ngắn hạn khác	1,223	1,322	1,469
Nợ dài hạn	2,125	2,280	1,865
Vay nợ dài hạn	1,745	1,869	1,409
Phải trả dài hạn khác	380	410	456
VỐN CHỦ SỞ HỮU	13,753	16,752	18,110
Cổ phiếu phổ thông	4,140	4,140	4,140
Thặng dư vốn cổ phần	3,920	3,920	3,920
LNST chưa phân phối	3,621	6,066	6,827
Các quỹ	0	0	0
Khác	705	820	944
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,368	1,806	2,279
TỔNG NGUỒN VỐN	17,986	21,296	22,535

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2024	2025	2026
CFO	1,647	1,200	1,245
CFI	(1,495)	(3,886)	34
CFF	2,337	(758)	(1,341)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	2,489	(3,444)	(62)

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH	2024	2025	2026
Doanh thu	4,832	5,186	5,788
Giá vốn hàng bán	2,808	2,886	3,208
Lợi nhuận gộp	2,162	2,300	2,580
Chi phí bán hàng	247	265	296
Chi phí QLDN	569	635	718
Lợi nhuận HĐKD	1,345	1,400	1,566
Doanh thu tài chính	418	66	74
Chi phí tài chính	150	222	215
Lợi nhuận khác	349	0	0
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	816	908	892
Lợi nhuận trước thuế	2,080	2,151	2,317
Chi phí thuế	174	275	296
Lợi nhuận sau thuế	1,905	1,876	2,022
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	446	439	473
Lợi nhuận ròng	1,459	1,437	1,549

CÁC CHỈ SỐ CHÍNH	2024	2025	2026
Dupont			
Biên LN ròng	30.2%	27.7%	26.8%
Hệ số vòng quay TTS	30.7%	26.4%	26.4%
ROAA	9.3%	7.3%	7.1%
TTS/ VCSH	134.3%	128.8%	125.7%
ROAE	12.4%	9.4%	8.9%
Chỉ số hiệu quả sử dụng TS			
Vòng quay khoản phải thu	44.7	43.7	42.9
Vòng quay hàng tồn kho	9.9	11.0	11.2
Vòng quay khoản phải trả	63.7	60.7	59.9
Tỷ lệ vòng quay TSCĐ	1.3	0.9	0.8
Chỉ số thanh khoản			
Hệ số thanh toán hiện hành	3.2	1.5	1.4
Hệ số thanh toán nhanh	3.1	1.4	1.3
Chu kỳ tiền mặt	1.9	0.2	0.2

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 25, tòa nhà VPBANK, số 89 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com

Chuyên viên Phân tích Cao cấp

Lê Anh Sơn

Email: sonla@vpbanks.com

Chuyên viên Phân tích

Vũ Mạnh Tuấn

Email: tuanvm@vpbanks.com