

CÔNG TY CỔ PHẦN GERMADEPT (GMD)

CÔNG NGHIỆP

XẾP HẠNG 12 THÁNG MUA

Giá mục tiêu 12T

79.100 đ/cp

Lợi nhuận kỳ vọng

24.8%

Giá đóng cửa gần nhất

63.400 đ/cp

KẾ HOẠCH MỞ RỘNG CẢNG ĐẢM BẢO CHO TĂNG TRƯỞNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Luận điểm đầu tư

- **Kế hoạch mở rộng cảng đảm bảo cho tăng trưởng doanh thu cho GMD trong những năm tới.** Chúng tôi kỳ vọng trong giai đoạn 2025-26-27, doanh thu khai thác cảng của GMD sẽ tăng trưởng lần lượt 19%/18%/9% svck, được dẫn dắt bởi cụm cảng miền Bắc tăng trưởng 20%/26%/15% svck nhờ (1) mở rộng công suất khai thác khi cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 đi vào hoạt động từ T10/25, (2) lợi thế về vị trí địa lý kết hợp với (3) hệ sinh thái của GMD trong khu vực.
- **Cảng Gemalink sẽ đóng góp nhiều hơn vào tăng trưởng KQKD trong dài hạn.** Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 2A của Gemalink sẽ sớm được khởi công trong Q1/26 và đi vào hoạt động trong Q3/27 giúp Gemalink tăng công suất thêm 900,000 TEU/năm (+60% sv công suất trước đó). Bên cạnh đó, giá cước xếp dỡ tại cảng nước sâu kỳ vọng sẽ sớm được điều chỉnh tăng 10% trong năm 2026. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận đóng góp từ Gemalink sẽ đạt lần lượt 707 (+32% svck)/818 (+16% svck)/1,002 (+22% svck) tỷ đồng trong giai đoạn 2025-26-27.
- **Thoái vốn các dự án mang lại dòng tiền giúp triển khai các dự án dài hạn.** Chúng tôi kỳ vọng GMD sẽ thoái vốn thành công khỏi mảng cao su trong năm 2026. Bên cạnh đó, công ty có kế hoạch chuyển nhượng một phần cổ phần tại Gemalink cho một đối tác thích hợp. Với dòng tiền thu được từ các thương vụ thoái vốn trên, GMD sẽ dồn nguồn lực để tập trung mở rộng hệ sinh thái nhằm nâng cao giá trị cốt lõi và đầu tư vào các dự án trọng điểm cấp quốc gia như trung tâm logistics Cái Mép Hạ.

Rủi ro đầu tư

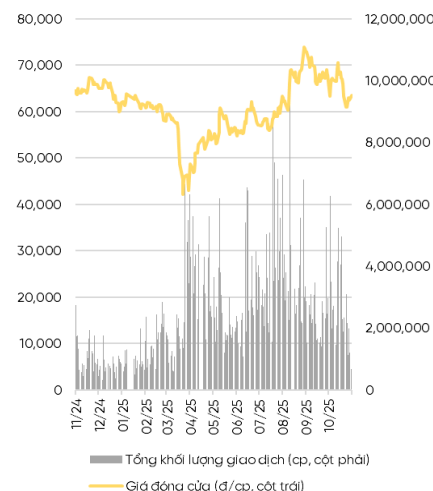
- Giai đoạn 2A đi vào hoạt động chậm hơn dự kiến ảnh hưởng đến dự phóng KQKD của Gemalink.
- Tình hình xuất nhập khẩu và khả năng thu hút FDI kém khả quan hơn so với kỳ vọng của chúng tôi.
- Mức thuế quan đối với mặt hàng trung chuyển kém khả quan hơn so với dự kiến.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu GMD với giá mục tiêu **79,100 đ/cp** dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP). GMD hiện tại đang giao dịch ở mức P/E là 20.7 cao hơn một chút so với mức trung bình 5 năm là 20.0 và vẫn ở mức hấp dẫn đối với kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp.

Vốn hóa (tỷ đồng)	26,827
Số CP lưu hành (tr CP)	426.5
Room NN còn lại	5.7%
KLGD TB 10 phiên (CP)	943,079
Giá cao nhất 52 tuần	74,000
Giá thấp nhất 52 tuần	40,840
Beta (lần)	0.9

Diễn biến giá cổ phiếu



Tỷ đồng	2024	2025	2026
Doanh thu	4,832	5,679	6,601
% svck	25.7%	17.5%	16.2%
LN gộp	2,162	2,581	3,068
% svck	21.6%	19.4%	18.9%
LN ròng	1,459	1,542	2,008
% svck	-35.2%	5.6%	30.2%
Biên LN gộp	44.7%	45.4%	46.5%
Biên LN ròng	30.2%	27.1%	30.4%
P/E	15.56	17.28	13.47
P/B	2.11	1.72	1.55
ROE	10.6%	8.7%	10.0%
ROA	8.1%	7.0%	8.1%

Cổ đông lớn

Công ty TNHH SSJ Consulting (Việt Nam)	7.2%
Quỹ ETF DCVFMVN DIAMOND	5.4%
Lê Thúy Hương	5.0%
Khác	83.4%

Chuyên viên phân tích

Vũ Mạnh Tuấn

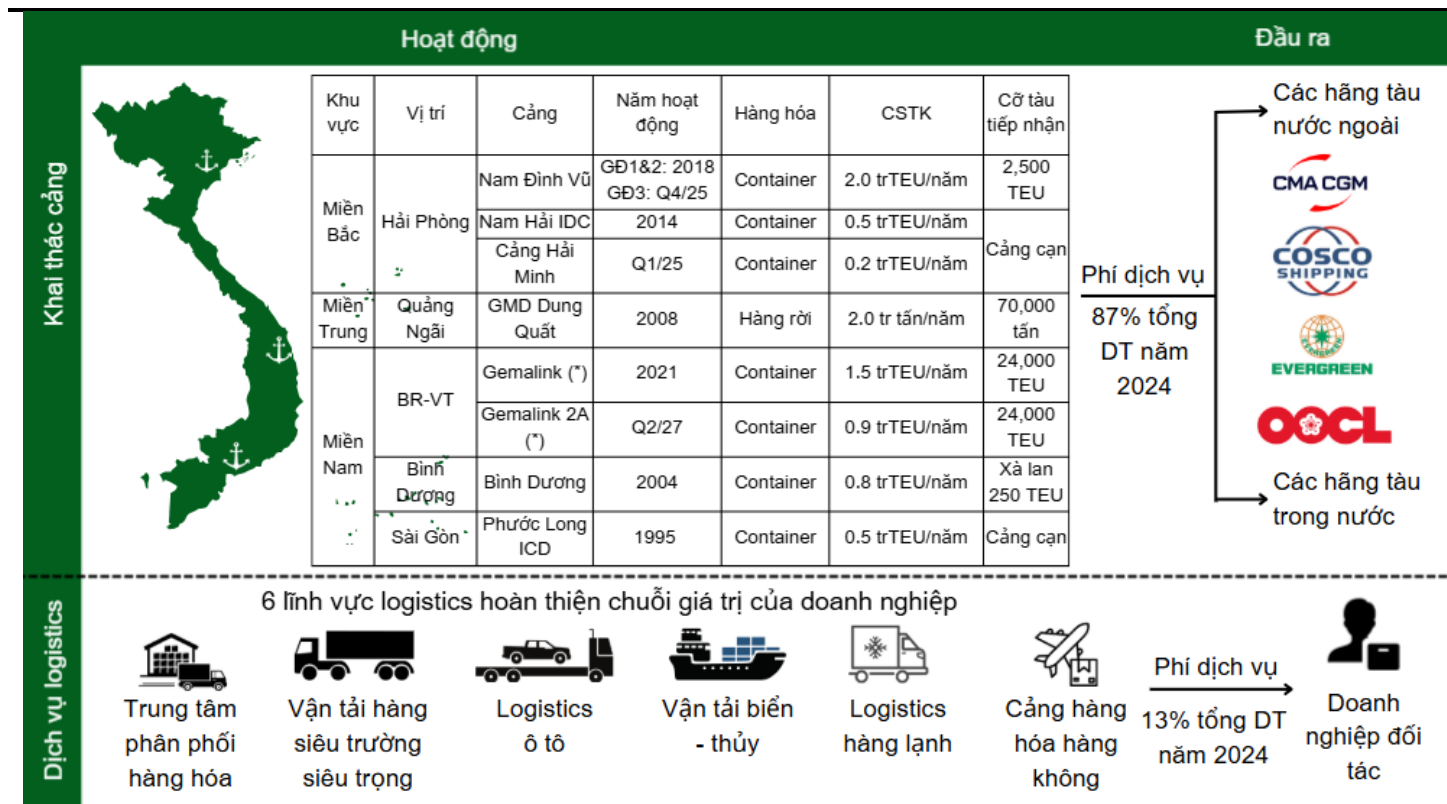
tuanvm@vpbanks.com.vn

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

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



(*) Gemalink ghi nhận là công ty liên doanh liên kết của GMD

Nguồn: GMD, VPBankS Research

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, 3 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. Bên cạnh đó, các mảng khác, chiếm 13% tổng doanh thu năm 2024 của công ty, hỗ trợ GMD trong việc hoàn thiện hệ sinh thái cảng tạo nên lợi thế cạnh tranh trong ngành.

TÓM TẮT KQKD Q3/2025: HOẠT ĐỘNG CỐT LÕI DUY TRÌ TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG, TUY NHIÊN CHI PHÍ TĂNG KÉO LÙI LỢI NHUẬN

Hình 2: KQKD Q3/2025

Tỷ đồng	Q3/25	Q2/25	Q3/24	% sv quý trước	% svck	9T25	9T24	% svck
Doanh thu	1,560	1,494	1,264	4.5%	23.4%	4,331	3,421	26.6%
_Khai thác cảng	1,373	1,309	1,095	4.9%	25.4%	3,820	2,924	30.7%
_Logistics	187	185	169	1.2%	10.9%	511	497	2.8%
LN gộp	666	722	581	-7.7%	14.6%	1,950	1,533	27.2%
CPBH&QLDN	(319)	(203)	(182)	57.5%	75.3%	(733)	(546)	34.3%
Thu nhập tài chính ròng	(25)	39	(45)	n/a	n/a	14	254	-94.5%
LN từ cty LDLK	297	243	222	22.3%	33.9%	767	503	52.5%
Thu nhập khác ròng	(107)	(124)	(75)	n/a	n/a	(226)	(15)	n/a
LNTT	511	677	501	-24.5%	2.2%	1,772	1,728	2.5%
LNST	432	604	448	-28.4%	-3.6%	1,564	1,549	1.0%
LNST Công ty mẹ	315	445	335	-29.2%	-5.9%	1,163	1,225	-5.0%
Biên LN gộp	42.7%	48.3%	46.0%	-5.6 đ %	-3.3 đ %	45.0%	44.8%	0.2 đ %
Biên LN ròng	20.2%	29.8%	26.5%	-9.6 đ %	-6.3 đ %	26.9%	35.8%	-8.9 đ %

Nguồn: GMD, VPBankS Research

Doanh thu tăng trưởng svck thúc đẩy bởi hai mảng kinh doanh chính

Doanh thu Q3/25 của GMD tăng 23% svck (+4.5% sv quý trước) đạt 1,560 tỷ đồng. Trong đó, doanh thu từ hoạt động khai thác cảng đạt 1,373 tỷ đồng (+25% svck, +4.9% sv quý trước) nhờ sản lượng container thông quan và giá xếp dỡ hàng hóa tại hệ thống cảng của GMD tăng trưởng svck.

- Tại khu vực phía Bắc, thông lượng container qua cảng đạt 374 nghìn TEU (+11% svck, -3.6% sv quý trước).
- Trong khi các cảng phía Nam đạt 918 nghìn TEU (+9.8% svck, +7.4% sv quý trước).

Doanh thu từ dịch vụ logistics đạt 187 tỷ đồng (+11% svck, +1.2% sv quý trước) nhờ giá cước cho thuê tàu neo ở mức cao svck. Tổng kết 9T25, doanh thu của GMD tăng 27% svck lên 4,331 tỷ đồng.

Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết tăng trưởng mạnh

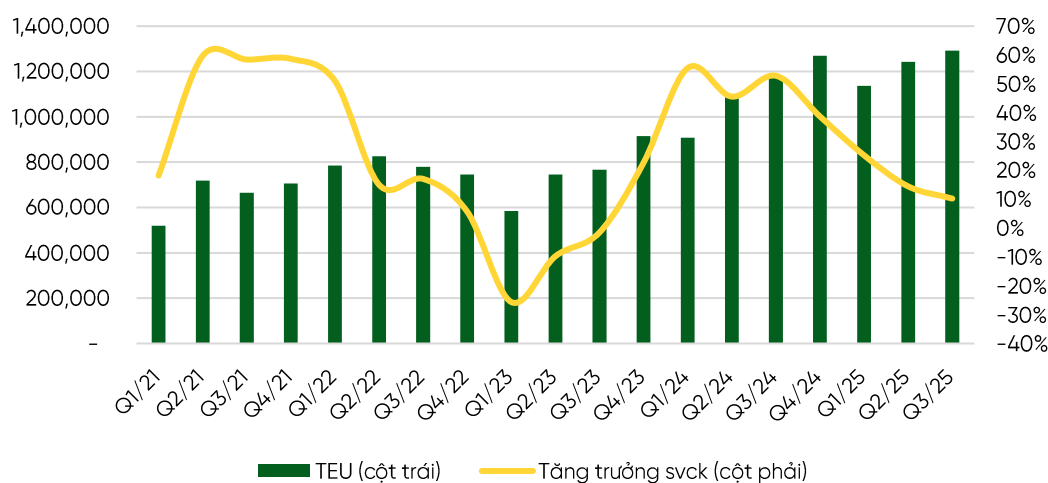
Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết tăng trưởng mạnh 34% svck (+22% sv quý trước) đạt 297 tỷ đồng chủ yếu nhờ 1) sản lượng container qua cảng Gemalink tăng trưởng svck khi hiện tượng dồn hàng kéo dài sang T7 và T8/25 và 2) KQKD của SCS tăng trưởng ổn định svck.

CPBH&QLDN tăng mạnh và chi phí khác kéo lùi lợi nhuận

CPBH&QLDN tăng mạnh 75% svck (+58% sv quý trước) lên 319 tỷ đồng do các khoản trả thưởng trong năm trong Q3/25. Bên cạnh đó, lợi nhuận khác ròng của GMD ghi nhận âm 107 tỷ đồng (sv âm 75 tỷ đồng cùng kỳ) chủ yếu do trích lập dự phòng giảm giá đối với mảng cao su. Tại thời điểm cuối Q3/25, giá trị sổ sách mảng cao su là 1,142 tỷ đồng với tổng trích lập dự phòng lũy kế trong năm đạt 182 tỷ đồng. Do đó, LNTT chỉ tăng nhẹ 2.2% svck nhưng nếu loại trừ thu nhập khác ròng, tăng trưởng LNTT sẽ đạt 7% svck trong Q3/25.

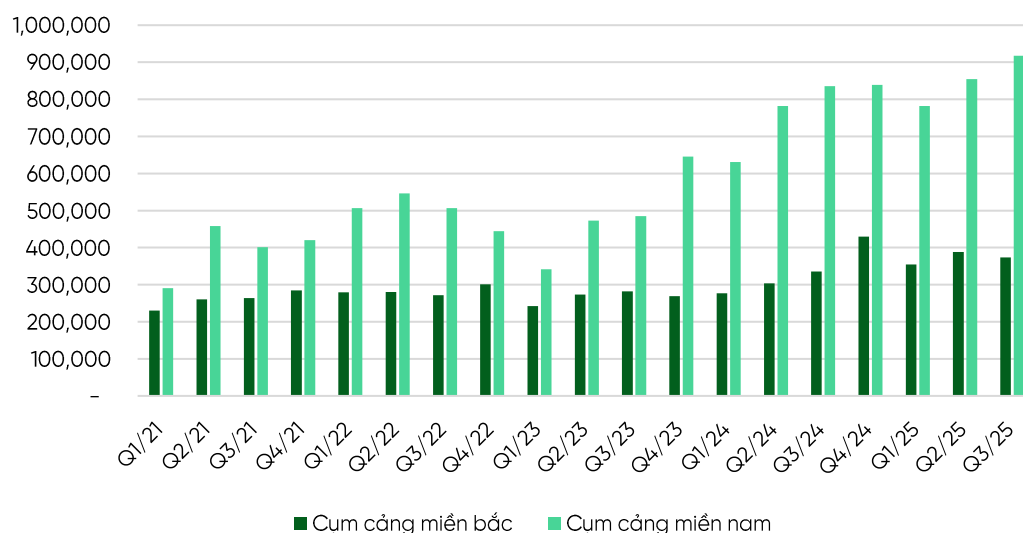
Tổng kết, LNST công ty mẹ giảm 5.9% svck (-29% sv quý trước) đạt 315 tỷ đồng trong Q3/25. Trong 9T25, LNST công ty mẹ đạt 1,163 tỷ đồng (-5.0% svck).

Hình 3: Tổng thông lượng container (TEU) qua hệ thống cảng của GMD theo quý



Nguồn: GMD, VPBankS Research

Hình 4: Tổng thông lượng container (TEU) qua hệ thống cảng của GMD theo khu vực



Nguồn: GMD, VPBankS Research

TRIỂN VỌNG 2025-27: KẾ HOẠCH MỞ RỘNG CẢNG ĐẢM BẢO CHO TĂNG TRƯỞNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Hình 5: Tóm tắt dự phóng 2025-27

Tỷ đồng	2024	% svck	2025	% svck	2026	% svck	2027	% svck	CAGR 2024-27
Doanh thu	4,832	25.7%	5,679	17.5%	6,601	16.2%	7,172	8.7%	14%
_Khai thác cảng	4,201	44.4%	4,984	18.7%	5,871	17.8%	6,428	9.5%	15%
_Dịch vụ vận tải	632	-32.6%	695	10.0%	730	5.0%	744	2.0%	6%
LN gộp	2,162	21.6%	2,581	19.4%	3,068	18.9%	3,466	13.0%	17%
Chi phí BH&QLDN	816	23.4%	981	20.2%	1,148	17.1%	1,275	11.0%	16%
LN từ cty LDLK	816	197.4%	1,023	25.4%	1,180	15.3%	1,377	16.7%	19%
Thu nhập tài chính ròng	267	-85.0%	(26)	n/a	3	n/a	24	660.3%	n/a
Thu nhập khác ròng	(349)	n/a	(230)	n/a	(20)	n/a	(20)	n/a	n/a
LNTT	2,080	-33.9%	2,367	13.8%	3,083	30.2%	3,573	15.9%	20%
LNST	1,905	-24.8%	2,083	9.4%	2,713	30.2%	3,144	15.9%	18%
LNST công ty mẹ	1,459	-35.2%	1,542	5.6%	2,008	30.2%	2,327	15.9%	17%
Biên LN gộp	44.7%	-1.5 đ %	45.4%	0.7 đ %	46.5%	1.0 đ %	48.3%	1.8 đ %	
Biên LN ròng	30.2%	-28.3 đ %	27.1%	-3.1 đ %	30.4%	3.3 đ %	32.4%	2.0 đ %	
ROE	12.4%	-13.0 đ %	9.8%	-2.6 đ %	10.6%	0.8 đ %	10.6%	0.0 đ %	
ROA	9.3%	-7.7 đ %	7.7%	-1.5 đ %	8.6%	0.9 đ %	8.8%	0.2 đ %	

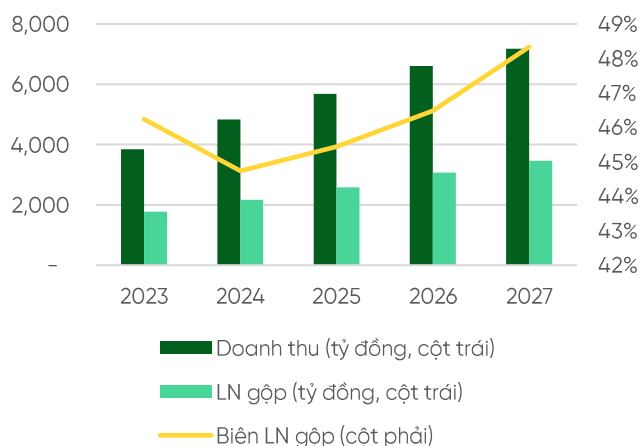
Nguồn: GMD, VPBankS Research

Dự phóng KQKD của GMD trong năm 2025-27

Chúng tôi dự phóng LN ròng của GMD sẽ tăng trưởng lần lượt 5.6%/30%/16% trong giai đoạn năm 2025-27 nhờ:

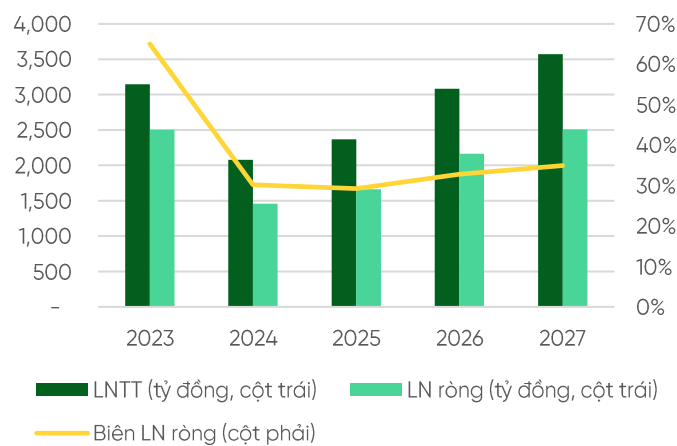
- Cảng Nam Đình Vũ (NDV) giai đoạn 3 đi vào hoạt động trong T10/25 là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng doanh thu khai thác cảng của GMD trong trung hạn.
- Gemalink sẽ đóng góp vào tăng trưởng dài hạn khi giai đoạn 2A đi vào hoạt động dự kiến từ Q3/27.

Hình 6: Dự phóng doanh thu của GMD trong năm 2025-27



Nguồn: GMD, VPBankS Research

Hình 7: Dự phóng LN của GMD trong năm 2025-27



Nguồn: GMD, VPBankS Research

Cảng Nam Đình Vũ mở rộng trở thành động lực thúc đẩy tăng trưởng doanh thu trong trung hạn

Lợi thế của cảng Nam Đình Vũ trong khu vực sẽ giúp nhanh chóng lấp đầy công suất tăng thêm

Trong T10/25, GMD đã đưa cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 đi vào hoạt động giúp bổ sung công suất 650,000 TEU/năm, đưa tổng công suất cảng của GMD tại khu vực miền Bắc lên hơn 2 triệu TEU/năm. Chúng tôi dự báo Cảng Nam Đình Vũ GD3 sẽ hoạt động lần lượt ở mức 45%/75% công suất thiết kế, đóng góp phần lớn cho tăng trưởng thông lượng container tại cụm cảng miền Bắc của GMD trong năm 2026-27. Kết quả, chúng tôi dự phóng thông lượng container tại cụm cảng Nam Đình Vũ lần lượt đạt 1.50 triệu TEU (+12% svck)/1.76 triệu TEU (+17% svck)/1.96 triệu TEU (+11% svck) trong năm 2025/26/27 nhờ:

- 1) Vị trí thuận lợi so với các cảng tại khu vực sông Cấm nhờ nằm tại cửa biển đồng thời kết nối trực tiếp với khu công nghiệp Nam Đình Vũ (hình 8).
- 2) Khả năng tiếp nhận cỡ tàu lớn hơn nhờ nạo vét kênh đào Hà Nam dự kiến hoàn thành trong Q4/25. Việc hoàn thành nạo vét nâng độ sâu kênh Hà Nam từ -7m xuống -8,5m đã giúp cụm cảng Nam Đình Vũ có thể tiếp nhận tàu với trọng tải lên tới 50.000 DWT, đồng thời giúp các hãng tàu tăng 30% khả năng vận chuyển, và không phải chờ thủy triều như trước đây.
- 3) Tăng công suất xếp dỡ container nhờ phụ trợ từ cảng Hải Minh. Trong T2/25, GMD đã hoàn tất mua 49% cổ phần tại CTCP Dịch vụ cảng Hải Minh. CTCP Hải Minh có hoạt động kinh doanh chính là khai thác cảng depot, nằm gần cảng Nam Đình Vũ có thể giúp cảng mở rộng công suất thêm 300,000 TEU/năm.
- 4) Cảng NDV GD3 được thiết kế cầu cảng chuyên biệt hỗ trợ cho việc tiếp nhận các mặt hàng siêu trường, siêu trọng, hàng dự án. Đây là lợi thế đặc biệt và độc quyền của cảng Nam Đình Vũ ở khu vực Hải Phòng. Chúng tôi kỳ vọng mảng này sẽ đóng góp doanh thu lần lượt 40/60 tỷ cho Nam Đình Vũ trong năm 2026-27.
- 5) Nhu cầu thương mại Nội Á dự phóng vẫn tăng trưởng trong năm 2026-27 nhờ nhu cầu nội địa và dịch chuyển chuỗi cung ứng.

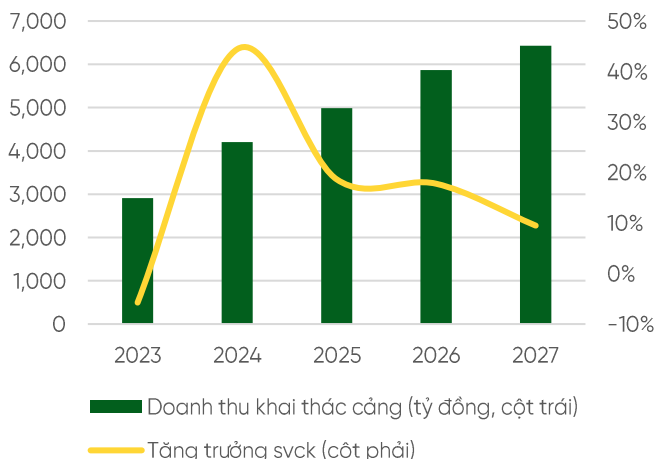
Hình 8: Lợi thế về vị trí địa lý của Nam Đình Vũ so với các cảng trong cùng khu vực



Nguồn: GMD, Google Maps, VPBankS Research

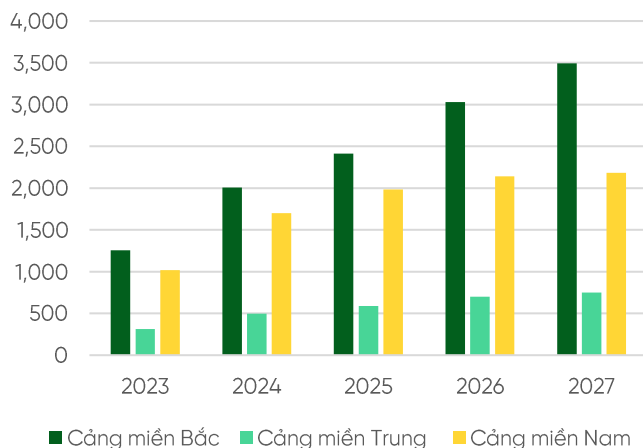
Bên cạnh đó, chúng tôi dự phóng giá cước xếp dỡ tại Nam Đình Vũ tăng trung bình 8% svck qua từng năm trong giai đoạn 2025-27 phù hợp với mức tăng trung bình phí dịch vụ hàng năm 5-10% tại khu vực cảng Hải Phòng. Kết quả, chúng tôi dự phóng doanh thu đóng góp từ cụm cảng miền Bắc tăng trưởng lần lượt 20%/26%/15% svck trở thành động lực chính cho tăng trưởng doanh thu mảng khai thác cảng lần lượt 19%/18%/9% svck trong giai đoạn 2025-26-27.

Hình 9: Dự phóng doanh thu mảng khai thác cảng của GMD trong giai đoạn 2025-27



Nguồn: GMD, VPBankS Research

Hình 10: Dự phóng doanh thu (tỷ đồng) theo khu vực trong hệ thống cảng của GMD trong giai đoạn 2025-27



*Ghi chú: doanh thu cụm cảng miền Nam chưa bao gồm cảng Gemalink

Nguồn: GMD, VPBankS Research

Cảng Gemalink mở rộng dự kiến đóng góp nhiều hơn vào tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn

Cảng Gemalink giai đoạn 2A (GML 2A) dự kiến hoạt động vào năm 2027

GML 2A đang trong quá trình xin giấy phép mở rộng chiều dài cầu bến và diện tích. Chúng tôi kỳ vọng quá trình xin giấy phép sớm được hoàn tất vào cuối năm 2025 và triển khai xây dựng từ Q1/2026. Giai đoạn 2A dự kiến được đưa vào khai thác từ Q3/2027 với công suất 900,000 Teu và vốn đầu tư 200 triệu USD. Giai đoạn 2B dự kiến sẽ đưa vào khởi công khi GĐ 2A đã lắp đầy được ít nhất 70% công suất, kỳ vọng đi vào khai thác từ năm 2029.

Hình 11: Thông tin chính về cảng GML 2A



- Công suất thiết kế: 900,000 TEU/năm
- Kích cỡ tàu tiếp nhận tối đa: 24,000 TEU
- Tổng vốn đầu tư: 200 triệu USD
- Thời gian khởi công dự kiến: Q1/26
- Dự kiến vận hành: Q3/27
- Chúng tôi kỳ vọng rằng sau khi đi vào hoạt động, cảng GML 2A sẽ đạt 70% công suất trong vòng 2 năm.

Nguồn: GMD, VPBankS Research

Hoạt động vượt quá công suất thiết kế giới hạn tăng trưởng sản lượng container qua cảng Gemalink trong ngắn hạn nhưng sẽ được giải tỏa khi GML 2A đi vào hoạt động

Chúng tôi dự phóng thông lượng container qua cảng Gemalink (GML) đạt 1.9 triệu TEU (+12% svck) trong năm 2025 dựa trên kết quả 9T25. Trong 9T25 sản lượng hàng container qua cảng GML tăng 11% svck đạt 1.4 triệu TEU nhờ (1) mở rộng các tuyến dịch vụ hạn chế rủi ro phụ thuộc vào Mỹ và (2) hưởng lợi trong giai đoạn T5-T8/25 nhờ hiện tượng “dồn hàng trước”.

Cho năm 2026, chúng tôi cho rằng tăng trưởng sản lượng hàng container tại GML sẽ tăng trưởng chậm lại (+5.0% svck) đạt 2.0 TEU do cảng hiện nay đã hoạt động vượt quá công suất thiết kế (+127% cstk).

Cho năm 2027, chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng container thông quan qua cảng GML tăng lên 2.36 triệu TEU (+18% svck) nhờ công suất bổ sung từ GML 2A. Cảng GML 2A sẽ hoạt động ở mức 40% cstk trong năm 2027 nhờ:

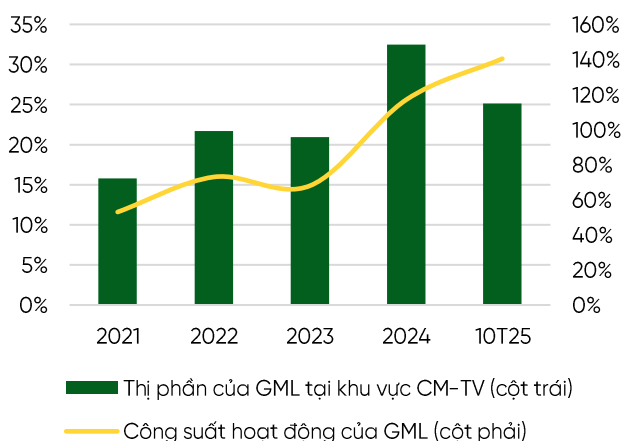
- 1) Lợi thế cạnh tranh về vị trí so với các cảng đối thủ trong khu vực (Hình 12). Cảng GML ở khu vực Cái Mép có lợi thế vị trí ở thượng nguồn, có thể đón được các tàu cỡ từ 14,000 TEU trở lên.
- 2) Diễn biến tình hình thuế quan đã có dấu hiệu thuận lợi hơn. Với mức thuế suất được công bố ngày 01/08/2025, chúng tôi cho rằng Việt Nam vẫn duy trì sức hấp dẫn đối với dòng vốn FDI nhờ các yếu tố nền tảng như chi phí lao động cạnh tranh và môi trường kinh tế – chính trị ổn định và đầu tư vào phát triển cơ sở hạ tầng.
- 3) Hưởng lợi mạnh mẽ từ hệ sinh thái của GMD và các đối tác chiến lược. Về hệ sinh thái của GMD, các cảng Phước Long và Bình Dương đóng vai trò làm các cảng vệ tinh giúp GML tăng công suất kho bãi và tối ưu hiệu quả khai thác. Về đối tác chiến lược, CMA CGM (hãng tàu lớn hai thế giới) hiện đang nắm giữ 25% cổ phần và cung cấp nguồn hàng ổn định cho cảng GML.
- 4) GML gặp ít áp lực cạnh tranh tại khu vực do chưa có dự án mới đi vào hoạt động trong giai đoạn 2025–27 ngoại trừ GML 2A. Dự án gần nhất là Cảng Cái Mép Hạ kỳ vọng hoạt động sớm nhất sau 2030.

Hình 12: Lợi thế vị trí của Gemalink so với các cảng cùng trong khu vực



Nguồn: GMD, VPBankS Research

Hình 13: Những lợi thế giúp GML nhanh chóng lấp đầy công suất và mở rộng thị phần tại khu vực CM-TV



*Ghi chú: khu vực CM-TV bao gồm các cảng TCIT, TCTT, CMIT, SSIT và GML.

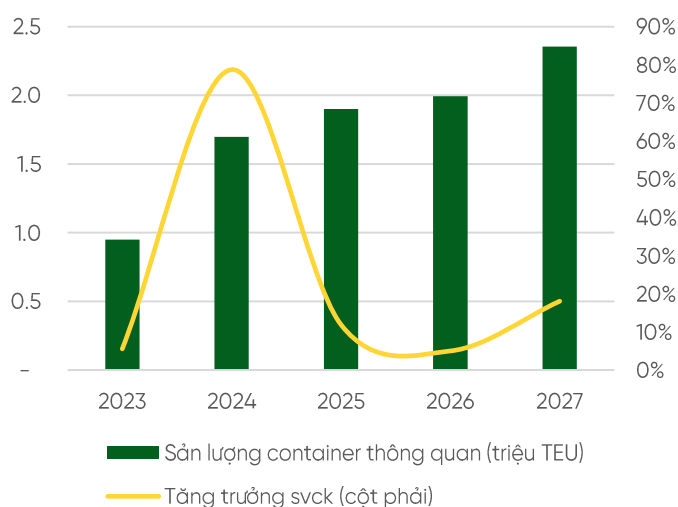
Nguồn: GMD, VPBankS Research

Giá xếp dỡ tại cảng Gemalink kỳ vọng tăng 10% trong năm 2026

Ban lãnh đạo GMD cho biết hiện nay cục Hàng Hải đã tổ chức hai cuộc họp về hướng điều chỉnh giá bốc xếp tại khu vực cảng nước sâu. Các doanh nghiệp cảng nước sâu đang đề xuất tăng phí sàn thêm 10% để bù đắp chi phí đầu tư cao hơn. Bên cạnh đó phí xếp dỡ tại Việt Nam đang ở mức thấp so với các nước trong khu vực. Do đó, chúng tôi kỳ vọng quyết định tăng giá sẽ sớm được thông qua vào cuối năm 2025.

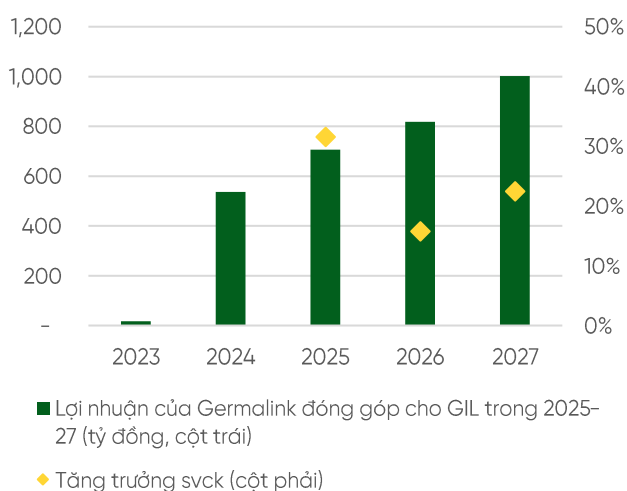
Tổng kết, trong giai đoạn 2025/26/27, chúng tôi kỳ vọng Gemalink đóng góp lần lượt 707 (+32% svck)/818 (+16% svck)/1,002 (+22% svck) tỷ đồng vào lợi nhuận từ công ty LDLK của GMD.

Hình 14: Dự phóng thông lượng container qua cảng Gemalink trong giai đoạn 2025-27



Nguồn: GMD, VPBankS Research

Hình 15: Dự phóng đóng góp lợi nhuận của Gemalink cho GMD trong giai đoạn 2025-27



Nguồn: GMD, VPBankS Research

Thoái vốn mảng cao su và Gemalink phục vụ cho tăng trưởng dài hạn

Thoái vốn mảng cao su có thể sớm được thực hiện trong năm 2026

GMD bắt đầu đầu tư vào lĩnh vực trồng cao su từ năm 2011 tại Campuchia. Đến cuối Q3/25, giá trị sổ sách của mảng cao su ghi nhận khoảng gần 1,142 tỷ đồng. Công ty đã đề cập đến việc thoái vốn các mảng kinh doanh không cốt lõi để tập trung nguồn lực cho các lĩnh vực kinh doanh chính và mới đây. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, hiện tại dự án đang ở những vòng cuối cùng. Do công ty chưa công bố chi tiết về thương vụ này, chúng tôi đặt kịch bản cơ sở thận trọng là GMD sẽ thoái vốn thành công trong năm 2026 với giá trị 1 lần P/B đối với mảng cao su. Trong trường hợp giá bán cao hơn có thể tác động tích cực đến giá mục tiêu của chúng tôi (Hình 21).

Kế hoạch thoái vốn tại Gemalink

GMD đang tìm kiếm đối tác chiến lược để thoái vốn Gemalink nhằm mục đích hợp lực phát triển hệ sinh thái của tập đoàn. Cụ thể, GMD nắm giữ 75% cổ phần tại Gemalink (trực tiếp và gián tiếp) và CMA-CGM nắm giữ 25% cổ phần. Theo thỏa thuận ban đầu với CMA-CGM, GMD sẽ lựa chọn và chuyển nhượng một phần cổ phần tại Gemalink cho một đối tác thích hợp, cam kết gia tăng nguồn hàng cho Gemalink. Đồng thời, GMD sẽ vẫn nắm giữ tỷ lệ cổ phần chi phối tại Gemalink. Tuy nhiên, do chưa công bố thời điểm và mức giá thoái vốn, chúng tôi chưa đưa thương vụ này vào dự phóng.

Tập trung vào các dự án lớn trong tương lai

Với dòng tiền thu được từ các thương vụ thoái vốn trên, GMD cho biết công ty sẽ dồn nguồn lực để tập trung mở rộng hệ sinh thái nhằm nâng cao giá trị cốt lõi và đầu tư vào các dự án trọng điểm cấp quốc gia như trung tâm logistics Cái Mép Hạ. Đây là một phần quan trọng của chiến lược phát triển trong 5 năm tới, nhằm duy trì vị thế hàng đầu và tốc độ tăng trưởng kép cao.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 79,100 đ/cp cho GMD

Giá mục tiêu cho GMD của chúng tôi tới từ phương pháp định giá từng phần (SoTP):

- Với hoạt động kinh doanh cốt lõi, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF cùng giả định WACC là 11.3%.
- CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS), chúng tôi sử dụng phương pháp DCF.
- CTCP Cảng Cái Mép Gemadept, chúng tôi định giá bằng phương pháp DCF.
- Dự án rừng cao su, chúng tôi định giá tương đối bằng cách sử dụng hệ số P/B là 1.0 phản ánh sự thận trọng trong định giá của chúng tôi
- CJ Gemadept Logistics, chúng tôi định giá tương đối bằng cách sử dụng hệ số P/E là 21.0.
- CJ Gemadept Shipping, chúng tôi định giá tương đối bằng cách sử dụng hệ số P/B là 2.0.
- Các dự án bất động sản và các khoản đầu tư khác, chúng tôi định giá theo giá trị sổ sách hiện tại.

Đối với phương pháp định giá DCF, chúng tôi đưa ra những giả định bổ sung sau:

Hình 16: Chi phí vốn

Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	0.9
Phần bù rủi ro thị trường	8.4%
Chi phí VCSH	11.5%

Nguồn: GMD, VPBankS Research

Hình 17: Giả định WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

D/E (2024)	13.6%
Chi phí nợ	7.0%
Chi phí thuế	20.0%
WACC	10.7
Tăng trưởng dài hạn	2.5%

Nguồn: GMD, VPBankS Research

Hình 18: Định giá DCF – tóm tắt dự phóng dòng tiền cho HĐKD cốt lõi

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
EBIT	1,600	1,920	2,191	2,311	2,395	2,437	2,532	2,587	2,649	2,712
Chi phí thuế	-320	-384	-438	-462	-479	-487	-506	-517	-530	-542
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	-412	-441	-226	-121	-56	-59	-110	-61	-62	-64
Dòng tiền tự do (UFCF)	-2,803	1,340	1,777	1,983	2,122	2,160	2,190	2,290	2,346	2,401
Giá trị hiện tại của FCFF	-2,532	1,093	1,310	1,320	1,276	1,173	1,074	1,015	939	868
Giá trị năm cuối										29,981
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	7,536									
Giá trị hiện tại của năm cuối	10,839									
Giá trị doanh nghiệp	18,375									
Cộng: Tiền và khoản đầu tư ngắn hạn	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	19,826									

Nguồn: GMD, VPBankS Research

Hình 19: Tổng hợp định giá SoTP

Mảng hoạt động	Phương pháp	Giá trị VCSH	% sở hữu của GMD	Giá trị đóng góp cho GMD (tỷ đồng)
Hoạt động cốt lõi	FCFF	19,826	100%	19,826
SCS	FCFF	6,297	36%	2,292
Gemalink	FCFF	14,377	65%	9,359
Dự án rừng cao su	P/B (1.0x)	1,142	100%	1,142
CJ GMD Logistics	P/E (21.0)	880	49%	432
CJ GMD Shipping	P/B (2.0x)	329	51%	168
Các mảng khác	P/B (1.0x)	500	100%	500
Tổng giá trị VCSH				33,719
Số lượng cp lưu hành				426
Giá mục tiêu (đ/cp)				79,061
Giá mục tiêu (làm tròn, đ/cp)				79,100

Nguồn: VRE, VPBankS Research

Hình 20: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu dựa trên tỷ lệ tăng trưởng dài hạn và chi phí vốn

		Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn				
		1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
Chi phí vốn	12.5%	71,600	72,700	73,900	75,300	76,800
	12.0%	73,800	75,000	76,400	77,900	79,700
	11.5%	76,100	77,500	79,100	80,800	82,900
	11.0%	78,600	80,200	82,100	84,100	86,500
	10.5%	81,500	83,300	85,400	87,800	90,600

Nguồn: GMD, VPBankS Research

Về thương vụ thoái vốn mảng cao su, chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy giữa giá bán và định giá của GMD trong bảng sau:

Hình 21: Phân tích độ nhạy giữa giá mục tiêu và giá thoái vốn mảng cao su

Phương pháp định giá	0.5 P/B	Giá định cơ sở của chúng tôi	Trung bình P/B hiện tại các doanh nghiệp cùng ngành (*)	Mức P/B hiện tại cao nhất trong số các doanh nghiệp cùng ngành (*)
P/B mục tiêu (x)	0.5	1	1.6	1.9
Giá trị VCSH của mảng rừng cao su (tỷ đồng)	571	1,142	1,799	2,171
Giá mục tiêu của GMD (đ/cp)	77,700	79,100	80,500	81,400

(*) 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 ở Việt Nam làm tham chiếu bao gồm DPR, PHR, TRC và GVR

Nguồn: Fiinpro, VPBankS Research

GMD đang được giao dịch ở mức P/E 20.7 cao hơn một chút so với mức trung bình 5 năm là 20.0.

Hình 22: P/E lịch sử của GMD



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 23: P/B lịch sử của GMD



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 24: Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu tại ngày 25/11/2025)

Công ty	Mã BB	Vốn hóa (trUSD)	Tăng trưởng EPS 3 năm	P/E 12T	2025	P/B Hiện tại	2025	ROE 2024	2025	ROA 2024	2025	EV/EBITDA 12T	2025	D/E 2024
Nội địa														
Gemadept Corp	GMD VN	1,028.4	19.1	20.8	17.3	2.1	2.0	10.7	12.8	7.6	10.1	13.8	10.5	17.5
Port of Hai Phong JSC	PHP VN	433.9	3.6	14.2	9.0	2.1	1,635.51	11.2	19.9	7.6	7.0	11.4	N/A	9.2
Vietnam Container Shipping JSC	VSC VN	322.9	(1.9)	18.8	15.3	1.6	N/A	5.9	11.1	3.0	4.4	N/A	116.1	43.1
Sai Gon Port JSC	SGP VN	219.0	(24.9)	33.8	N/A	2.1	N/A	6.1	N/A	3.0	N/A	28.7	N/A	2.6
Dinh Vu Port Investment & Development JSC	DVP VN	104.6	7.4	10.0	N/A	2.1	N/A	19.9	N/A	18.0	N/A	5.6	N/A	-
Cat Lai Port JSC	CLL VN	39.7	3.1	10.0	N/A	1.8	N/A	16.7	N/A	13.2	N/A	5.9	N/A	0.5
DaNang Port JSC	CDN VN	123.9	7.2	9.0	N/A	1.7	N/A	19.5	N/A	14.3	N/A	4.7	N/A	23.7
Dong Nai Port JSC	PDN VN	198.0	32.4	13.3	N/A	3.8	N/A	30.9	N/A	24.9	N/A	8.3	N/A	5.5
Trung bình nội địa		308.8	5.7	16.2	13.9	2.1	818.8	15.1	14.6	11.5	7.2	11.2	63.3	12.8
Trung vị nội địa		208.5	5.4	13.8	15.3	2.1	818.8	14.0	12.8	10.4	7.0	8.3	63.3	7.3
Quốc tế														
Westports Holdings Bhd	WPRTS MK	4408.5	4.3	18.7	19.0	4.7	4.4	26.2	24.4	12.2	12.4	11.6	10.5	30.5
International Container Terminal Services Inc	ICT PM	19145.8	22.5	20.1	20.1	10.4	10.3	57.8	57.4	12.2	13.7	11.3	10.1	255.7
Adani Ports & Special Economic Zone Ltd	ADSEZ IN	36751.3	37.8	29.4	25.4	5.2	4.4	18.5	18.8	8.4	10.1	17.9	14.8	82.4
Beibuwan Port Co Ltd	000582 CH	2993.6	(7.5)	19.0	18.1	1.1	1.2	5.9	6.4	2.9	3.5	N/A	N/A	60.4
Qingdao Port International Co Ltd	6198 HK	7667.3	13.7	7.9	8.0	1.0	1.0	12.2	12.0	8.3	N/A	N/A	6.1	8.4
Shanghai International Port Group Co Ltd	600018 CH	18309.1	(1.0)	9.0	9.2	0.9	0.9	10.1	9.9	6.4	N/A	N/A	9.5	36.9
Trung bình quốc tế		14,879.3	11.6	17.3	16.6	3.9	3.7	21.8	21.5	8.4	9.9	13.6	10.2	79.0
Trung vị quốc tế		12,988.2	9.0	18.8	18.6	2.9	2.8	15.3	15.4	8.3	11.2	11.6	10.1	48.7

Phụ lục 1: Báo cáo tài chính

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2024	2025E	2026F
TÀI SẢN NGẮN HẠN	6,676	3,300	5,629
Tiền & đương tiền	3,964	299	2,311
Đầu tư ngắn hạn	1,021	1,021	1,021
Phải thu ngắn hạn	599	704	819
Hàng tồn kho ròng	83	97	118
Tài sản ngắn hạn khác	1,008	1,179	1,360
TÀI SẢN DÀI HẠN	11,300	18,567	19,131
Tài sản cố định	3,786	7,693	7,448
đầu tư công ty liên kết	3,792	4,609	5,577
Tài sản vô hình	247	263	278
Tài sản dài hạn khác	3,436	5,963	5,789
Tổng tài sản	17,976	21,867	24,759
NỢ PHẢI TRẢ	4,232	4,215	4,686
Nợ ngắn hạn	2,107	2,405	2,675
Vay nợ ngắn hạn	422	450	446
Phải trả ngắn hạn khác	1,223	1,420	1,618
Nợ dài hạn	2,125	1,810	2,012
Vay nợ dài hạn	1,745	1,369	1,509
Phải trả dài hạn khác	380	441	502
VỐN CHỦ SỞ HỮU	13,753	17,652	20,073
Cổ phiếu phổ thông	4,140	4,265	4,265
Thặng dư vốn cổ phần	3,920	3,920	3,920
LNST chưa phân phối	3,621	6,730	8,284
Khác	705	828	989
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,368	1,909	2,614
TỔNG NGUỒN VỐN	17,986	21,867	24,759
BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2024	2025E	2026F
CFO	1,647	1,008	1,441
CFI	(1,495)	(3,825)	1,250
CFF	2,337	(851)	(682)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	2,489	(3,669)	2,009

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH	2024	2025E	2026F
Doanh thu	4,832	5,679	6,601
Giá vốn hàng bán	2,808	3,099	3,533
Lợi nhuận gộp	2,162	2,581	3,068
Chi phí bán hàng	247	291	338
Chi phí QLDN	569	690	811
Lợi nhuận HĐKD	1,345	1,600	1,920
Doanh thu tài chính	418	127	148
Chi phí tài chính	150	153	144
Lợi nhuận khác	349	230	20
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	816	1,023	1,180
Lợi nhuận trước thuế	2,080	2,367	3,083
Chi phí thuế	174	284	370
Lợi nhuận sau thuế	1,905	2,083	2,713
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	446	542	705
Lợi nhuận ròng	1,459	1,542	2,008
CÁC CHỈ SỐ CHÍNH	2024	2025E	2026F
Dupont			
Biên LN ròng	30.2%	27.1%	30.4%
Hệ số vòng quay TTS	30.7%	28.5%	28.3%
ROAA	9.3%	7.7%	8.6%
TTS/ VCSH	134.3%	126.9%	123.6%
ROAE	12.4%	9.8%	10.6%
Chỉ số hiệu quả sử dụng TS			
Vòng quay khoản phải thu	44.7	41.9	42.1
Vòng quay hàng tồn kho	9.9	10.6	11.1
Vòng quay khoản phải trả	63.7	58.7	59.2
Tỷ lệ vòng quay TSCĐ	1.3	1.0	0.9
Chỉ số thanh khoản			
Hệ số thanh toán hiện hành	3.2	1.4	2.1
Hệ số thanh toán nhanh	3.1	1.3	2.1
Chu kỳ tiền mặt	1.9	0.1	0.9

TUYÊN BỐ 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.

Công ty cổ phần Chứng khoán VPbank

Tầng 21 và 25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, quận Đống Đa, 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.vn