

## CTCP Gemadept (GMD)

Trung lập  
(từ Khả quan)

Giá thị trường	VND80.000
Cao/thấp nhất 52 tuần	VND80.500 VND48.950
Giá mục tiêu	VND90.200
Giá mục tiêu cũ	VND81.000
Giá mục tiêu vs Consensus	9,2%
Tiềm năng tăng giá	12,7%
Tỷ suất cổ tức	2,0%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	14,7%

Triển vọng	Tích cực
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Tích cực</a>

Thị giá vốn (tr USD)	943,7
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	2,58
Sở hữu NN (tr USD)	0,1
SLCP lưu hành (tr)	305,9
SLCP pha loãng (tr)	305,9

	GMD	TB Ngành	VNI
P/E TTM	10,5x	11,6x	14,8x
P/B Current	2,9x	2,0x	1,8x
ROA	15,1%	8,7%	2,0%
ROE	26,0%	18%	12,1%

\*dữ liệu vào ngày 29/02/2024

### Diễn biến giá



### Cơ cấu sở hữu

SSJ Consulting Co., LTD	9,9%
KIM Vietnam Growth Equity Fund	3,5%
Khác	85,6%

### 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](http://www.vndirect.com.vn)

## Triển vọng tích cực cho hoạt động khai thác cảng

- Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Trung lập với tiềm năng tăng giá 12,7% và tỷ suất cổ tức 2,0%. Chúng tôi tăng giá mục tiêu lên 11,3% khi giá cổ phiếu đã tăng 19,4% kể từ báo cáo gần nhất.
- Động lực chính tăng giá mục tiêu là LN từ công ty liên kết và biên LN gộp được cải thiện trong năm 2024-25.
- P/E trượt 12T là 10,5 lần, thấp hơn so với trung bình các doanh nghiệp trong khu vực (25,2 lần) và trung bình các cảng nội địa (11,6 lần).

### Điểm nhấn tài chính

- Chúng tôi dự phóng LN hoạt động kinh doanh cốt lõi năm 2024-25 tăng 28,6%/4,4% svck nhờ triển vọng tích cực hơn.
- Cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 (NĐV 3) dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động vào Q4/24 và sẽ đóng góp 3,9%/9,0% vào doanh thu của GMD trong năm 2024-25.
- EPS năm 2024 giảm 45,7% chủ yếu do GMD lãi hơn 1.300 tỷ đồng từ việc thoái vốn cảng Nam Hải Đình Vũ.

### Luân điểm đầu tư

#### Các dữ liệu vĩ mô thúc đẩy triển vọng vận tải container trong năm 2024

Theo VMA, sản lượng container thông qua Việt Nam đạt 4,05 triệu TEU trong hai tháng đầu 2024, tăng 27% svck. Ngành sản xuất Việt Nam có dấu hiệu phục hồi trong hai tháng đầu 2024 với IIP tăng 5,7% svck và PMI trên mức 50. Chúng tôi dự phóng hoạt động XNK năm 2024 sẽ tăng trưởng lần lượt 8%/6% svck và sản lượng container thông qua Việt Nam sẽ tăng 4,5% svck.

#### Phí xếp dỡ tăng sẽ cải thiện biên LN gộp hoạt động khai thác cảng

Bộ Giao thông vận tải chấp thuận tăng bình quân 10% phí xếp dỡ, có hiệu lực từ ngày 15/02/2024. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của GMD sẽ tăng 3,2 điểm % svck trong 2024, chủ yếu nhờ cảng Nam Đình Vũ. DN liên kết (Gemalink) cũng sẽ được hưởng lợi, và dự phóng đóng góp lợi nhuận của cảng này tăng 21,2% trong 2024-25.

#### Dự án nạo vét của Chính phủ mang lại lợi ích lớn cho cảng Nam Đình Vũ

Bộ GTVT đã phê duyệt kế hoạch nạo vét kênh Hà Nam, nối liền hệ thống cảng Hải Phòng và cảng Nam Đình Vũ, với tổng mức đầu tư 300 tỷ đồng. Dự án sẽ nạo vét kênh từ -7,0m xuống -8,5m, cho phép tàu lớn hơn có thể cập cảng, từ đó cải thiện hoạt động vận tải và thu hút đầu tư. Dự án bắt đầu vào T1/24 và dự kiến hoàn thành vào T6/24. Điều này sẽ mang lại lợi ích cho cảng NĐV và nâng cao khả năng cạnh tranh do có thể tiếp nhận tàu lớn hơn. Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 3 của dự án có thể đi vào hoạt động vào cuối 2024.

#### Mức định giá hiện tại đã phản ánh phần lớn triển vọng tích cực

Giá cổ phiếu của GMD đã tăng 20,1% kể từ báo cáo gần nhất và 14,2% tính từ đầu năm. Chúng tôi tin rằng điều này chủ yếu là do tin tức về việc tăng phí dịch vụ, cho thấy mức định giá hiện tại đã phản ánh phần lớn triển vọng tích cực.

Tổng quan tài chính	12-23A	12-24E	12-25E	12-26E
Doanh thu thuần	(1,3%)	13,5%	14,6%	5,3%
Tăng trưởng EPS	120,2%	(45,7%)	19,8%	21,6%
Biên LN gộp	46,2%	49,4%	46,8%	46,6%
Tăng trưởng LN cốt lõi	6,1%	28,6%	4,5%	4,1%
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)	2,7	2,6		
ROAE	28,7%	13,8%	15,1%	16,1%
D/E	20,2%	16,4%	12,5%	9,0%

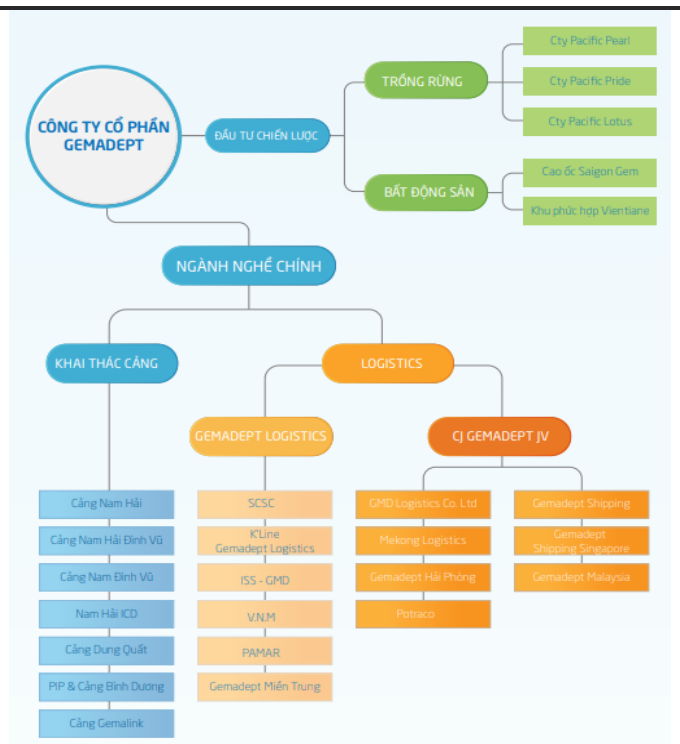
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## 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.

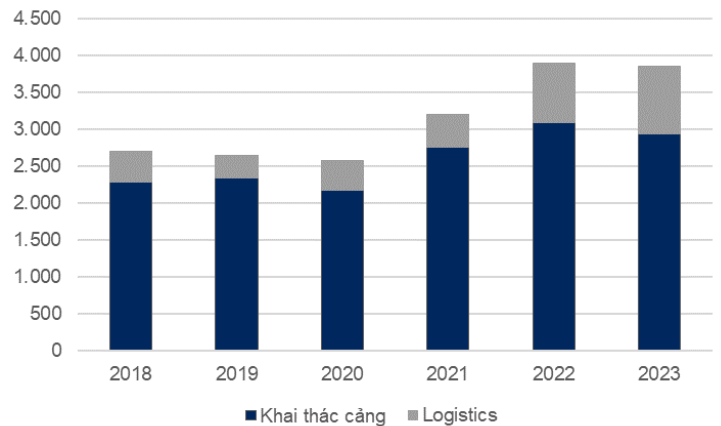
- Khai thác cảng và dịch vụ logistics là hoạt động kinh doanh chính của DN. GMD sở hữu mạng lưới cảng và dịch vụ logistics từ Bắc tới Nam Việt Nam và có phạm vi phủ sóng tới các nước láng giềng như Singapore, Hồng Kông, Trung Quốc và Campuchia.
- Hơn nữa, GMD đã thực hiện một số khoản đầu tư chiến lược. 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 2023, hoạt động khai thác cảng và logistics của GMD đóng góp lần lượt 81% và 19% vào LNTT từ hoạt động kinh doanh cốt lõi. Tỷ lệ lấp đầy các trung tâm phân phối của công ty đạt trên 90%.

Hình 1: Hoạt động kinh doanh của GMD



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BCTN

Hình 2: Cơ cấu doanh thu các mảng kinh doanh cốt lõi (Đơn vị: Tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## KQKD Q4/23: Hoạt động khai thác cảng có sự cải thiện rõ ràng

Hình 3: Tóm tắt KQKD Q4/23 và năm 2023

(tỷ đồng)	Q4/23	%svck	2023	%svck	sv. dự phóng cả năm
Doanh thu thuần	1.034	-3,0%	3.846	-1,3%	100,0%
-Khai thác cảng	825	-14,8%	2.942	-4,7%	99,6%
-Logistics	209	77,6%	903	11,4%	101,4%
LN gộp	426	-6,3%	1.776	3,4%	91,1%
SG&A	276	45,1%	660	-0,9%	93,7%
LN từ HĐ tài chính	(1)	-95,4%	1.772	N/A	104,7%
Lợi nhuận liên doanh	139	97,7%	272	-31,9%	159,3%
LNTT	253	0,8%	3.144	140,3%	101,2%
LN ròng	115	-39,2%	2222	123,5%	105,0%
Biên LN gộp	41,2%	1,5 đ %	46,2%	2,1 đ %	
Biên LN ròng	11,1%	-6,6 đ %	57,8%	32,3 đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Hoạt động Logistics hỗ trợ doanh thu thuần ở mức ổn định

Doanh thu thuần của GMD trong Q4/23 ổn định ở mức 1.033,8 tỷ đồng, cho thấy lượng hàng hóa thông qua cảng vẫn ở mức ổn định trong ba tháng cuối năm 2023. Cụ thể, doanh thu dịch vụ cảng trong Q4/23 đạt 825 tỷ đồng, giảm 14,8% so với Q4/22. Mặt khác, doanh thu dịch vụ logistics tăng 77,6% svck lên 209 tỷ đồng trong Q4/23, bù đắp cho kết quả của hoạt động khai thác cảng giảm sv cùng kỳ năm trước.

### Hoạt động cốt lõi tiếp tục hồi phục trong giai đoạn cuối năm

Với kết quả trên, hoạt động khai thác cảng của GMD ghi nhận sự cải thiện đáng kể về doanh thu theo từng quý. Doanh thu hoạt động này trong Q4/23 tăng lần lượt 20,8%/5,7% so với Q2/23 và Q3/23 chủ yếu do sự phục hồi của hoạt động thương mại theo từng tháng trong năm 2023. Chúng tôi ước tính lượng hàng hóa thông qua hệ thống của GMD đạt khoảng 800.200 TEU trong Q4/23, tăng 5,7% sv quý trước.

### Lợi nhuận của công ty liên kết gần như tăng gấp đôi svck

Lợi nhuận từ công ty liên kết của GMD trong Q4/23 đã chứng kiến mức tăng trưởng ấn tượng 97,7% svck, đạt 139,2 tỷ đồng. Mức tăng trưởng này chủ yếu được thúc đẩy bởi kết quả kinh doanh mạnh mẽ của Công ty Dịch vụ Hàng không Sài Gòn (SCS) và sự cải thiện của Gemalink. GMD hiện sở hữu khoảng 36% cổ phần của SCS. Theo ước tính, SCS đã đóng góp 161,8 tỷ đồng lợi nhuận cho GMD trong Q4/23, tương đương với mức đóng góp của quý trước.

Đáng chú ý, Gemalink cũng đã ghi nhận sự phục hồi trong Q4/23, với mức đóng góp lợi nhuận đạt 17,1 tỷ đồng. Nhờ vậy, lợi nhuận từ công ty liên kết của GMD trong Q4/23 đã tăng vọt, cho thấy xu hướng tích cực vào giai đoạn cuối năm 2023

### LN ròng năm 2023 đạt kỳ vọng của chúng tôi

Năm 2023, lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ của GMD tăng gấp 2,2 lần so với năm 2022, đạt 2.221,6 tỷ đồng. Đây là mức tăng trưởng ấn tượng, đánh dấu sự cải thiện đáng kể về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp bởi 1) khoản lợi nhuận đột biến hơn 1.400 tỷ đồng mà GMD nhận được từ việc thoái vốn cảng Nam Hải Đình Vũ và 2) biên LN gộp khai thác cảng cải thiện (+4,7 điểm % svck) cho thấy GMD đã nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh cốt lõi, mang lại nguồn thu nhập ổn định cho doanh nghiệp.

## Triển vọng năm 2024-25: Triển vọng tích cực cho hoạt động khai thác cảng

Hình 4: Điều chỉnh dự phóng doanh thu năm 2024-25

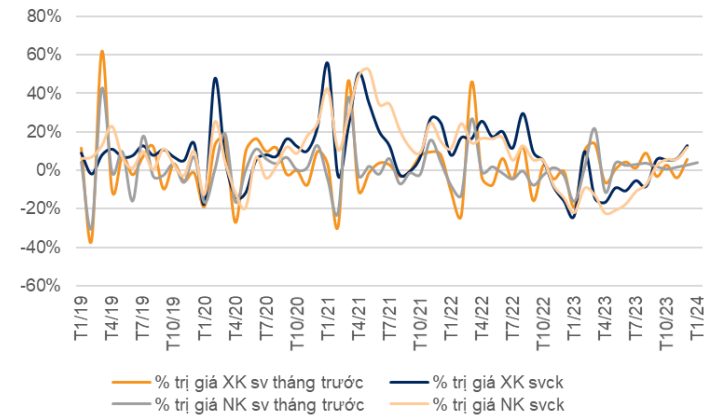
Đơn vị: tỷ đồng (còn lại theo ghi chú)	Cũ			Mới		Nhận định		
	2023	2024	2025	2024	%svck	2025	%svck	
<b>Tổng sản lượng (TEU)</b> *không bao gồm Gemalink	2.123.708	2.696.362	3.231.492	2.516.222	18,5%	3.021.576	20,1%	Chúng tôi duy trì dự hóng rằng NDV 3 sẽ bắt đầu hoạt động trong năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi giảm sản lượng khai thác dự án này xuống 165.700/436.000 TEU trong năm 2024-25, thấp hơn 7,9%/6,2% sv ước tính trước đó.
<b>Doanh thu thuần</b>	3.846	4.372	4.944	4.364	13,5%	5.002	14,6%	
- Khai thác cảng	2.942	3.459	4.031	3.421	16,3%	3.968	16,0%	
- Hoạt động logistics	903	913	913	943	4,3%	1.033	9,6%	
<b>LN gộp</b>	1.776	2.137	2.207	2.158	21,5%	2.340	8,4%	
Biên LN gộp	46,2%	48,9%	44,6%	49,4%	3,3 đ %	46,8%	-2,7 đ %	
Chi phí bán hàng	545	138	138	590	8,2%	686	16,3%	
Chi phí QLDN	115	568	568	132	14,7%	154	16,5%	
<b>LN kinh doanh</b>	1.776	1.432	1.502	2.158	21,5%	2.340	8,4%	
<b>LN hoạt động tài chính (chi phí)</b>	1.806	(138)	(116)	(123)	NA	(83)	-32,1%	
Doanh thu tài chính	1.941	28	25	30	-98,5%	13	-57,7%	
Chi phí tài chính	135	167	141	153	13,1%	96	-37,2%	
<b>LN từ HĐ liên doanh</b>	272	338	603	397	46,0%	618	55,7%	
- Gemalink	17	53	296	106	517,6%	307	190,2%	Chúng tôi điều chỉnh tăng LN đóng góp từ Gemalink lên 106/307 tỷ đồng trong năm 2024-25 dựa trên KQKD tốt trong Q4/23 (đạt 150% sv dự phóng 2023 của chúng tôi).
- Khác	255	285	307	291	14,2%	310	6,7%	
<b>LNTT</b>	3.854	1.632	1.989	2.432	-36,9%	2.874	18,2%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	280	216	270	226	-19,4%	271	19,8%	
<b>LN ròng</b>	2.222	1.154	1.439	1.206	-45,7%	1.445	19,8%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hoạt động thương mại đạt kỳ vọng tích cực từ các dữ liệu vĩ mô**

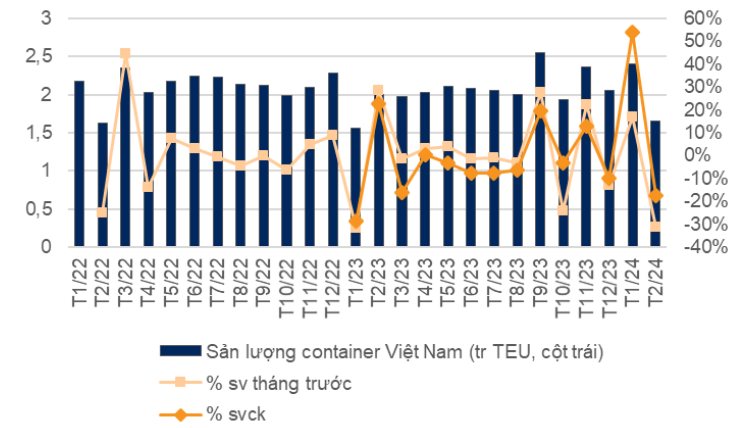
Nền kinh tế Việt Nam bắt đầu năm 2024 với đà tăng trưởng mạnh mẽ, cho thấy nhiều tín hiệu tích cực từ các ngành thương mại và công nghiệp. Tổng kim ngạch thương mại T1/24 tăng 37,7% svck, đạt 64,2 tỷ USD, đây là giá trị xuất khẩu tháng cao nhất kể từ T9/22. Sản lượng container cũng ghi nhận kết quả khả quan, khi vận chuyển được 4,05 triệu TEU trong hai tháng đầu năm, tăng 27% svck. Tuy nhiên, dữ liệu này có phần bị chênh lệch do Tết Nguyên đán rơi vào T1/23 và T2/24.

**Hình 5: Hoạt động thương mại tăng dần qua các tháng (dữ liệu ngày 28/02/2024)**



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 6: Sản lượng container hàng tháng của Việt Nam năm 2022-24**

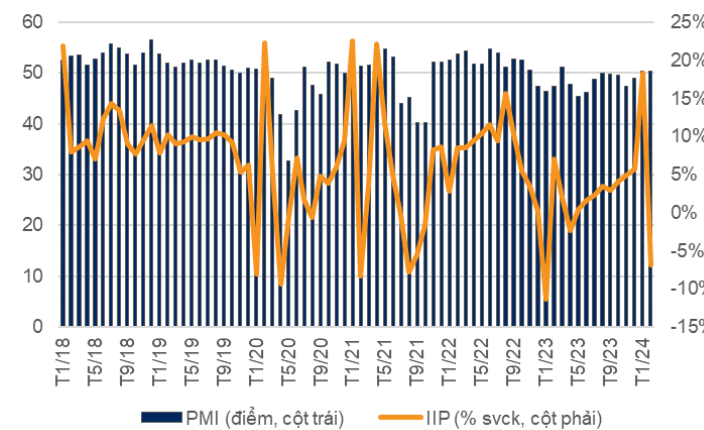


Nguồn: Tổng cục Hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Ngành sản xuất Việt Nam tiếp tục cải thiện trong T2/24 khi chỉ số PMI duy trì trên 50 điểm. Theo báo cáo S&P Global, chỉ số PMI tăng nhẹ lên 50,4 điểm, tăng 0,1 điểm sv tháng 1. Báo cáo cho thấy sản lượng và số lượng đơn đặt hàng mới tăng tháng thứ hai liên tiếp. Điều này đã thúc đẩy việc làm và niềm tin kinh doanh, đạt mức cao nhất trong một năm. Hơn nữa, lạm phát ở các thị trường lớn như Mỹ, EU giảm sẽ giúp đơn hàng xuất khẩu phục hồi nhanh hơn.

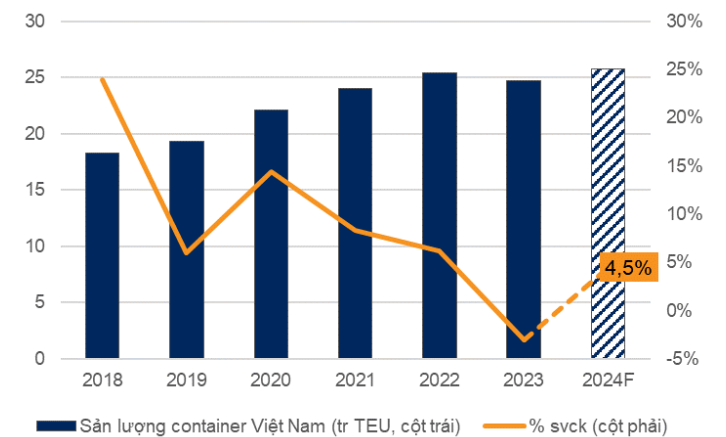
Do đó, chúng tôi dự phóng hoạt động xuất nhập khẩu sẽ tiếp tục đà tăng trưởng tích cực và tăng lần lượt 8%/6% svck, giúp sản lượng container thông qua cửa Việt Nam tăng 4,5% svck. Do đó, chúng tôi dự phóng tổng sản lượng thông qua của GMD năm 2024-25 sẽ tăng 18,5%/20,1% svck.

**Hình 7: PMI ghi nhận trên 50 tháng thứ 2 liên tiếp**



Nguồn: S&P Global, VNDIRECT RESEARCH

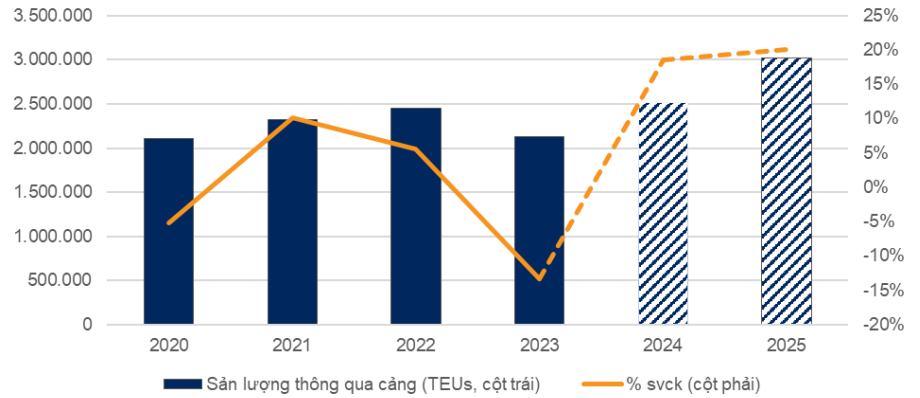
**Hình 8: Theo dự phóng của chúng tôi, sản lượng container thông qua Việt Nam sẽ tăng 4,5% svck**



Nguồn: Tổng cục Hải quan, VNDIRECT RESEARCH



**Hình 9: Dự phóng sản lượng thông qua hệ thống cảng của GMD (không bao gồm Gemalink)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Tăng giá xếp dỡ container giúp cải thiện biên LN HĐKD cốt lõi

Bộ GTVT đã thực hiện ban hành Thông tư 39/2023/TT-BGTVT vào ngày 25/12/2023, chính thức điều chỉnh tăng giá dịch vụ xếp dỡ container tại cảng biển. Đây là lần điều chỉnh giá đầu tiên đối với dịch vụ này kể từ năm 2018. Mức tăng trung bình là 10%, có hiệu lực từ ngày 15/02/2024 đối với các khu vực cảng biển nước sâu. Giá xếp dỡ container tối thiểu tại các cảng container loại I (Hải Phòng) và loại III (TP.HCM) cũng tăng.

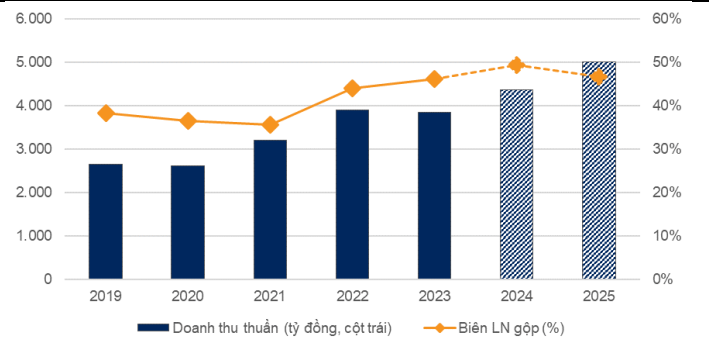
HĐKD của GMD dự kiến sẽ được hưởng lợi từ việc tăng giá dịch vụ xếp dỡ container. Hiện nay, DN tập trung nguồn lực vào các cảng Nam Định Vũ và Gemalink. Chúng tôi tin rằng giá xếp dỡ container tại các cảng này sẽ tăng trong năm 2024, qua đó biên LN gộp GMD sẽ được cải thiện. Chúng tôi ước tính biên LN gộp của GMD trong 2024-25 sẽ tăng 1,9 điểm % sv 2023.

**Hình 10: Giá xếp dỡ container mới theo Thông tư 39/2023/TT-BGTVT**

USD	Hải Phòng		TP. HCM		Cái Mép - Lạch Huyện	
	20ft	40ft	20ft	40ft	20ft	40ft
<b>Khung giá cũ</b>	33	50	41	62	52	77
<b>Khung giá mới</b>	36	55	45	68	57	85
VN/SIN	32,7%	34,6%	40,6%	42,9%	51,5%	53,3%
VN/BKK	61,5%	60,4%	76,4%	74,9%	96,9%	93,1%
VN/HKG	27,9%	27,9%	34,7%	34,6%	44,0%	43,0%
VN/YTN	37,4%	36,9%	46,5%	45,8%	59,0%	56,8%
VN/PNH	64,8%	64,7%	80,5%	80,2%	102,1%	99,6%
VN/YGN	22,0%	16,7%	27,3%	20,7%	34,7%	25,7%
VN/ID	39,5%	33,8%	44,6%	41,9%	56,5%	52,0%
VN/TB khu vực	35,8%	33,2%	44,5%	41,2%	56,4%	51,2%

Nguồn: Bộ GTVT, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 11: Doanh thu và biên LN gộp của GMD năm 2019-25, theo dự phóng của chúng tôi**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chúng tôi kỳ vọng NĐV 3 sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2024

Bộ GTVT đã phê duyệt dự án nạo vét kênh Hà Nam với kinh phí hơn 300 tỷ đồng, mục tiêu hoàn thành vào Q2/24. Kênh đào này là mắt xích trọng điểm giữa luồng chính của hệ thống cảng Hải Phòng và cảng Nam Đình Vũ qua kênh Tráp, thúc đẩy kinh tế địa phương và khả năng cạnh tranh khu vực.

Dự án nạo vét sẽ làm sâu lòng kênh từ -7,0m đến -8,5m, tạo điều kiện cho tàu lớn hơn vào cảng, nâng cao hiệu quả vận tải và thu hút đầu tư. Dự án bắt đầu vào ngày cuối cùng T1/24 và sẽ kết thúc vào T6/24. Điều này sẽ mang lại nhiều lợi ích cho cảng NĐV và tăng khả năng cạnh tranh nhờ tiếp nhận các tàu lớn hơn. Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 3 của dự án này có thể đi vào hoạt động từ cuối năm 2024.

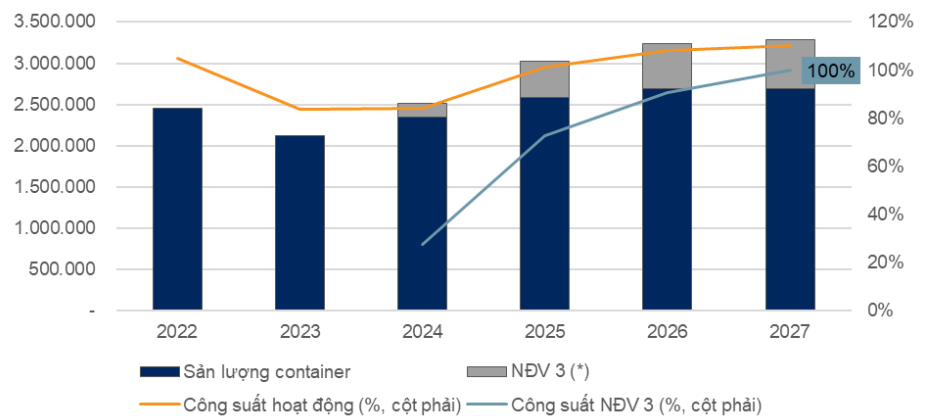
**Hình 12: Dự án nạo vét kênh Hà Nam dự kiến hoàn thành vào Q2/24 vì thời gian thực hiện muộn nhất là 25/6/2024**

STT	Số đăng ký	Chủng loại	Thời gian hoạt động thi công
1	HP - 5591	Tàu đặt cầu	Từ ngày 31/01/2024 đến 25/06/2024
2	HP - 3105	Sà lan	Từ ngày 31/01/2024 đến 13/04/2024
3	HP - 4017	Sà lan	Từ ngày 31/01/2024 đến 21/03/2024
4	Chấn Nam HB - 09	Tàu nạo vét	Từ ngày 31/01/2024 đến 05/05/2024
5	HP - 5727	Tàu hút	Từ ngày 31/01/2024 đến 25/06/2024

Nguồn: Bộ GTVT, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi dự phóng sản lượng container thông qua cửa NĐV 3 sẽ đạt 165.700/436.000 TEU trong năm 2024-25 và đạt tối đa công suất thiết kế trong năm 2027. Hơn nữa, trong giai đoạn từ 2024-2026, chúng tôi ước tính NĐV 3 sẽ đóng góp lần lượt 3,9%/8,9%/10,5% doanh thu.

**Hình 13: Ước tính sản lượng container của NDV 3 (Đơn vị: TEU)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

(\*) Chúng tôi ước tính NĐV 3 sẽ đi vào hoạt động trong Q4/24

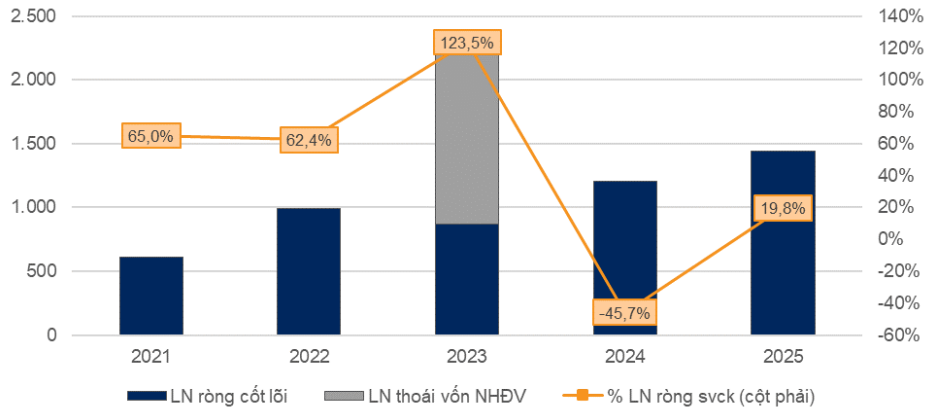
### Chúng tôi dự phóng LN ròng cốt lõi của GMD sẽ tăng lần lượt 30,1%/19,8% svck trong năm 2024-25

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng cốt lõi của GMD sẽ tăng 30,1%/19,8% trong năm 2024-25 khi hoạt động thương mại tại Việt Nam phục hồi. Điều này là nhờ: (1) LN hoạt động kinh doanh cốt lõi cao hơn 28,6%/4,4% svck từ việc mở rộng công suất thiết kế; và (2) khoản đóng góp lớn hơn từ Gemalink so với báo cáo gần nhất là 106/307 tỷ đồng.

Giá xếp dỡ container cao hơn sẽ thúc đẩy biên LN gộp thêm 3,2 đ % trong năm 2024. Tuy nhiên, biên LN gộp trong năm 2025 giảm 2,6 điểm % xuống 46,8% do chi phí khấu hao tăng từ việc mở rộng NĐV 3.

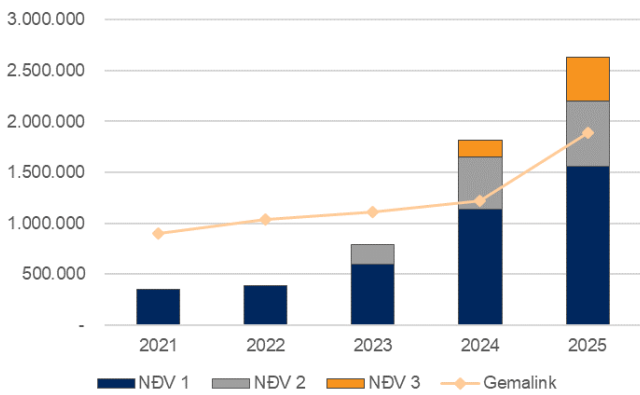
Tuy nhiên, do không còn ghi nhận LN đột biến (GMD ghi nhận hơn 1.300 tỷ đồng / ~52,6 triệu USD lợi nhuận từ việc bán NĐV vào năm 2023) nên LN ròng của GMD sẽ giảm 45,7% trong năm 2024.

**Hình 14: LN ròng của GMD giai đoạn 2021-25 theo dự phóng của chúng tôi (Đơn vị: tỷ đồng)**



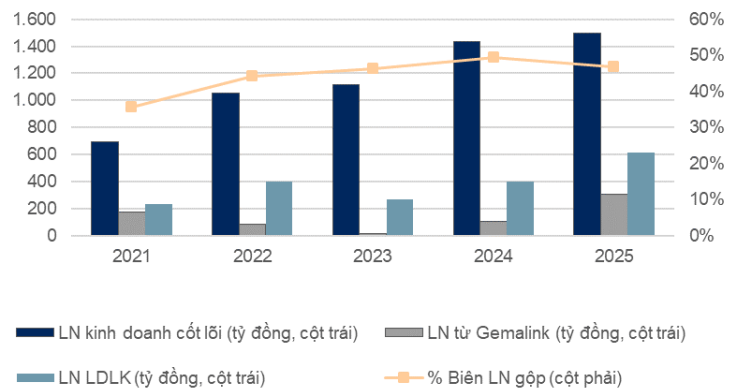
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 15: Dự phóng sản lượng container Nam Đình Vũ và Gemalink (Đơn vị: TEU)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 16: LN từ hoạt động kinh doanh cốt lõi và LN LDLK năm 2021-25**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



## Định giá

### Hạ khuyến nghị với giá mục tiêu cao hơn là 90.200 đồng/cp

Chúng tôi hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập đối với GMD với giá mục tiêu cao hơn dựa trên SOTP là 90.200 đồng (+9,3% so với báo cáo gần nhất) do: 1) điều chỉnh tăng lợi nhuận của Gemalink trong năm 2024-25; 2) WACC thấp hơn khi chúng tôi điều chỉnh giảm phần bù rủi ro vốn cổ phần từ 9,6% xuống 9,0% (dựa trên cập nhật [ERP](#) của Damodaran vào 24/01/2024); và 3) giảm lãi suất phi rủi ro từ 2,7% xuống 2,24% theo VBMA. P/E của chúng tôi cho EPS năm 2024 là 22,9 lần.

Hơn nữa, chúng tôi đánh giá GMD là một khoản đầu tư dài hạn nhờ hệ thống cảng biển trải dọc chiều dài đất nước với công suất vượt trội và chiến lược tái đầu tư vào các lĩnh vực có tiềm năng tăng trưởng cao.

Hình 17: Các giả định

Các giả định	Giá trị
Beta	0,9
Phần bù rủi ro thị trường	9,0%
Lãi suất phi rủi ro	2,2%
Chi phí VCSH	10,3%
Chi phí nợ	7,0%
Thuế TNDN	20,0%
WACC	9,7%
Tăng trưởng bền vững	1,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: 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)	12.415
Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn (tỷ đồng)	12.751
Giá trị của hoạt động cốt lõi (tỷ đồng)	25.167
Trừ: vay nợ (tỷ đồng)	(1.722)
Cộng: tiền và đầu tư ngắn hạn (tỷ đồng)	1.711
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	(226)
Giá trị VCSH hoạt động cốt lõi (tỷ đồng)	24.929

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Mô hình định giá DCF hoạt động kinh doanh cốt lõi (Đơn vị: tỷ đồng)

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EBIT	1.695,6	1.994,5	2.389,9	2.503,0	2.612,2	2.726,5	2.845,1	2.940,5	3.034,0	3.133,2
Cộng: Khấu hao	439,0	542,8	542,8	542,8	542,8	542,8	542,8	542,8	542,8	542,8
Trừ: CAPEX	(711,3)	(1.986,0)	(94,1)	(94,1)	(94,1)	(94,1)	(94,1)	(94,1)	(94,1)	(94,1)
Thay đổi vốn lưu động	(366,2)	(707,2)	(470,4)	(452,3)	(352,1)	(345,4)	(353,9)	(363,1)	(368,1)	(379,1)
Dòng tiền tự do (FCF)	1.057,1	(155,9)	2.368,2	2.499,4	2.708,8	2.829,8	2.940,0	3.026,1	3.114,6	3.202,8
Trừ: Thuế	(263,1)	(278,9)	(303,2)	(317,4)	(327,5)	(338,2)	(349,1)	(358,7)	(367,4)	(376,7)
FCFF	794,0	(434,8)	2.065,0	2.182,0	2.381,3	2.491,6	2.590,8	2.667,3	2.747,2	2.826,1
Giá trị hiện tại của FCFF	794,0	(396,4)	1.716,8	1.654,1	1.646,0	1.570,4	1.488,9	1.397,7	1.312,6	1.231,2

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Định giá SOTP

Giá trị VCSH hoạt động cốt lõi (DCF)	24.929
Giá trị VCSH dự án cao su (BV)	1.656
Giá trị VCSH mảng bất động sản (BV)	1.021
<b>Tổng giá trị VCSH (tỷ đồng)</b>	<b>27.606</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr)	306
<b>Giá trị cổ phiếu (VND)</b>	<b>90.200</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: So sánh giữa các công ty cùng ngành (dữ liệu vào ngày 29/02/2024)

Tên công ty	Mã CP	Vốn hóa (tr USD)	Tang trưởng EPS 3 năm (%)	P/E		P/B		ROE (%)		ROA (%)		Tỷ suất cổ tức (%)		D/E (%) EV/EBITDA	
				Trượt 12T	2024	Hiện tại	2023	2024	2023	2024	Trượt 12T	2024	Trượt 12T	2024	
<b>Cảng biển nội địa</b>															
CTCP Gemadept	GMD VN	943,7	35,7	10,5	19,3	2,6	28,7	13,8	16,7	8,7	5,3	20,2	9,1		
CTCP Vận tải & xếp dỡ Hải An	HAH VN	181,6	81,6	12,8	9,2	1,7	13,6	11,3	6,5	6,4	2,1	43,7	6,6		
CTCP Cảng Đà Nẵng	CDN VN	114,2	9,7	10,3	NA	1,7	17,9	NA	NA	NA	2,2	19,4	5,4		
CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ	DVP VN	113,2	11,6	8,5	NA	2,0	23,5	NA	NA	NA	8,8	-	8,2		
CTCP Cảng Đồng Nai	PDN VN	168,6	25,7	12,2	NA	4,2	26,2	NA	NA	NA	NA	13,6	7,7		
CTCP Cảng Cát Lái	CLL VN	57,8	1,4	14,2	NA	2,4	15,9	NA	NA	NA	7,4	-	6,9		
CTCP Cảng Hải Phòng	PHP VN	287,2	14,4	12,5	13,6	1,6	13,2	7,8	8,9	5,4	2,3	11,5	5,3		
CTCP Đại lý giao nhận vận tải xếp dỡ Tân Cảng	TCL VN	47,1	11,1	9,6	NA	2,0	21,7	NA	NA	NA	17,9	2,7	5,9		
CTCP Cảng Đoàn Xá	DXP VN	34,0	(12,2)	13,5	NA	1,0	5,1	NA	NA	NA	NA	-	5,6		
CTCP Cảng Rau Quả	VGP VN	9,2	8,5	11,5	NA	1,0	9,7	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
<i>Trung bình Việt Nam</i>		195,7	18,8	11,6		2,0	17,5				6,6	12,4	6,7		
<i>Trung vị Việt Nam</i>		113,7	11,4	11,9		1,9	16,9				5,3	11,5	6,6		
<b>Cảng biển khu vực</b>															
Adani Ports And Special Econ	ADSEZ IN	34.621,5	11,5	54,1	18,2	6,3	12,1	17,2	7,7	8,5	1,2	112,0	14,2		
Westports Holdings Bhd	WPRTS MK	2.700,8	7,2	16,5	15,5	3,6	25,4	21,5	13,6	12,7	3,6	26,1	9,9		
Xiamen International Air-A	600897 CH	744,1	(55,1)	19,7	10,8	1,3	6,9	12,2	7,4	8,9	7,3	2,8	NA		
Gujarat Pipavav Port Ltd	GPPV IN	1.265,6	5,7	33,5	16,5	4,5	13,8	19,5	NA	NA	7,1	3,4	9,6		
Namyong Terminal Pcl	NYT TB	158,7	37,0	11,4	12,8	NA	13,1	11,0	5,1	5,6	16,9	NA	5,6		
Suria Capital Holdings Bhd	SURIA MK	145,0	9,5	NA	9,7	NA	5,2	5,1	NA	NA	5,1	7,0	3,9		
Navkar Corp Ltd	NACO IN	199,1	NA	15,7	NA	0,9	3,6	NA	NA	NA	NA	30,9	9,0		
<i>Trung bình khu vực</i>		5.690,7	2,6	25,2		3,3	11,5				6,9	30,4	8,7		
<i>Trung vị khu vực</i>		744,1	8,3	18,1		3,6	12,1				6,1	16,6	9,3		

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

### Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá:

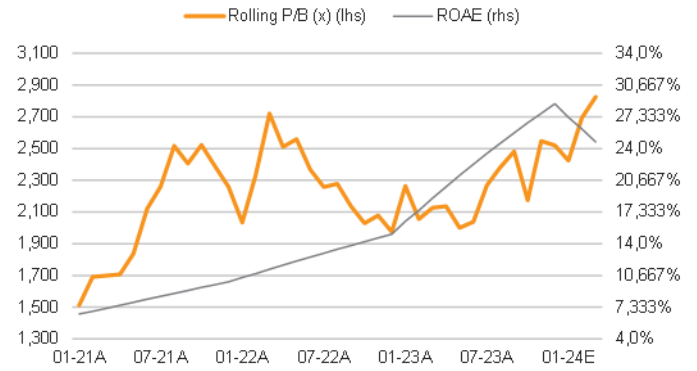
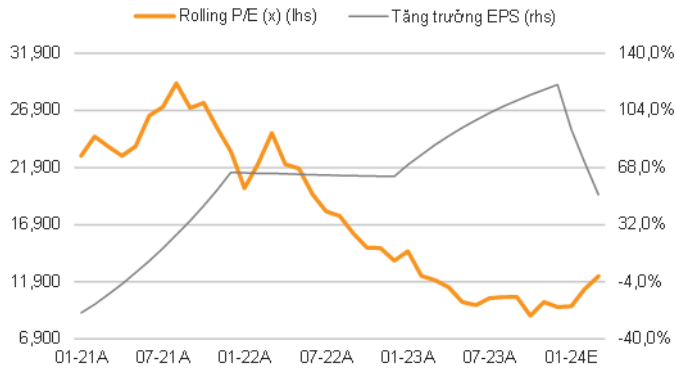
- Tăng giá dịch vụ xếp dỡ 10% tại cảng NĐV và Gemalink từ năm 2024. Ngoài ra, chúng tôi điều chỉnh sản lượng hàng hóa vận tải do kỳ vọng các đợt mở rộng cảng NĐV và Gemalink sẽ diễn ra trong năm 2024-25.
- Giá nhiên liệu tăng sẽ khiến lạm phát kéo dài hơn dự kiến ở các thị trường lớn như Mỹ và châu Âu. Điều này sẽ làm giảm sản lượng container và tăng chi phí hoạt động cốt lõi.

Hình 22: Giá mục tiêu trong trường hợp sản lượng hàng hóa và/hoặc tỷ suất lợi nhuận gộp tăng/giảm

Biến LN gộp (%)	Sản lượng container (TEU)						
	2.430.000	2.460.000	2.490.000	2.516.222	2.550.000	2.580.000	2.610.000
48,3%	88.500	89.100	89.300	89.500	89.700	89.900	90.100
48,9%	89.100	89.200	89.400	89.600	89.800	90.000	90.200
<b>49,44%</b>	89.700	89.800	90.000	<b>90.200</b>	90.400	90.600	90.800
50,0%	90.300	90.400	90.600	90.800	91.000	91.200	91.400
50,6%	90.900	91.000	91.200	91.400	91.600	91.800	92.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKĐK**

(tỷ VND)	12-23A	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	3.846	4.364	5.002
Giá vốn hàng bán	(2.069)	(2.206)	(2.662)
Chi phí quản lý DN	(545)	(590)	(686)
Chi phí bán hàng	(115)	(132)	(154)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>1.116</b>	<b>1.435</b>	<b>1.500</b>
EBITDA thuần	1.511	1.874	2.042
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(395)</b>	<b>(439)</b>	<b>(543)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1.116</b>	<b>1.435</b>	<b>1.500</b>
Thu nhập lãi	1.941	30	13
Chi phí tài chính	(169)	(153)	(122)
Thu nhập ròng khác	(16)	(14)	(14)
TN từ các Cty LK & LD	272	398	618
<b>LN trước thuế</b>	<b>3.144</b>	<b>1.697</b>	<b>1.995</b>
Thuế	(642)	(263)	(279)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(280)	(226)	(271)
<b>LN ròng</b>	<b>2.222</b>	<b>1.207</b>	<b>1.445</b>
Thu nhập trên vốn	2.222	1.207	1.445
Cổ tức phổ thông	(780)	(603)	(612)
<b>LN giữ lại</b>	<b>1.441</b>	<b>605</b>	<b>833</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	1.474	1.711	724
Đầu tư ngắn hạn	356	132	82
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.212	1.149	1.295
Hàng tồn kho	68	88	109
Các tài sản ngắn hạn khác	290	139	168
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>3.401</b>	<b>3.220</b>	<b>2.378</b>
Tài sản cố định	4.169	4.837	6.780
Tổng đầu tư	3.122	3.340	3.779
Tài sản dài hạn khác	2.850	2.887	2.927
<b>Tổng tài sản</b>	<b>13.542</b>	<b>14.284</b>	<b>15.864</b>
Vay & nợ ngắn hạn	446	506	580
Phải trả người bán	508	577	661
Nợ ngắn hạn khác	983	1.037	1.203
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.936</b>	<b>2.120</b>	<b>2.443</b>
Vay & nợ dài hạn	1.518	1.217	915
Các khoản phải trả khác	381	451	517
Vốn điều lệ và	3.059	3.059	3.059
LN giữ lại	2.938	2.692	3.409
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.558</b>	<b>8.968</b>	<b>10.190</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.149	1.528	1.799
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>13.542</b>	<b>14.284</b>	<b>15.864</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-23A	12-24E	12-25E
<b>LN trước thuế</b>	<b>3.144</b>	<b>1.697</b>	<b>1.995</b>
Khấu hao	395	439	543
Thuế đã nộp	(625)	(263)	(279)
Các khoản điều chỉnh khác	(2.306)	(144)	(133)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(696)</b>	<b>20</b>	<b>(332)</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>(88)</b>	<b>1.748</b>	<b>1.793</b>
Đầu tư TSCĐ	(1.068)	(711)	(1.986)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	22	0	0
Các khoản khác	2.613	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(554)	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>1.013</b>	<b>(711)</b>	<b>(1.986)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	45	45	45
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(81)	(242)	(228)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(780)	(603)	(612)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(816)</b>	<b>(799)</b>	<b>(794)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.364	1.474	1.711
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>109</b>	<b>238</b>	<b>(987)</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1.474	1.712	724

**Các chỉ số cơ bản**

	12-23A	12-24E	12-25E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	57,8%	27,7%	28,9%
Vòng quay TS	0,29	0,31	0,33
ROAA	16,7%	8,7%	9,6%
Đòn bẩy tài chính	1,72	1,59	1,57
ROAE	28,7%	13,8%	15,1%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	55,5	50,9	50,7
Số ngày nắm giữ HTK	12,0	14,5	14,9
Số ngày phải trả tiền bán	89,6	95,6	90,6
Vòng quay TSCĐ	1,04	0,97	0,86
ROIC	19,0%	9,9%	10,7%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,8	1,5	1,0
Khả năng thanh toán nhanh	1,7	1,5	0,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,9	0,9	0,3
Vòng quay tiền	(22,1)	(30,3)	(25,0)
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(1,3%)	13,5%	14,6%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	6,1%	28,6%	4,5%
Tăng trưởng LN ròng	123,5%	(45,7%)	19,7%
Tăng trưởng EPS	120,2%	(45,7%)	19,7%

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

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

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

## 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.

### Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

Email: [tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn](mailto:tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn)

### Đặng Huy Hoàng – Chuyên viên phân tích

Email: [hoang.danghuy2@vndirect.com.vn](mailto: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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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