



## CTCP Gemadept (GMD)

KHẢ QUAN +13,0%

<b>Ngành</b>	<b>Cảng</b>
<b>Ngày báo cáo</b>	<b>19/02/2025</b>
Giá hiện tại	61.000VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>67.400VND</b>
GMT gần nhất	69.800VND
Tỷ lệ tăng	10,5%
Lợi suất cổ tức	2,5%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+13,0%</b>

GT vốn hóa	25 nghìn tỷ đồng
Room KN	1,1 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	60 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	414,0tr
Pha loãng	414,0tr

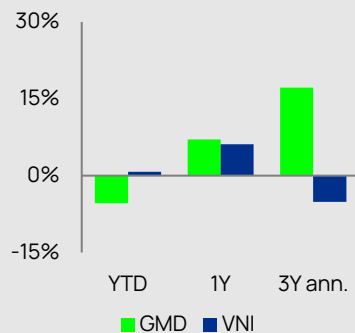
	GMD	VNI
P/E (trượt)*	17,3x	13,7x
P/B (hiện tại)	2,0x	1,6x
ROE*	13,1%	13,4%
ROA*	8,7%	1,9%

\* Áp dụng lợi nhuận cốt lõi, trong đó không bao gồm tác động từ việc thoái vốn khỏi cảng và các khoản thu nhập/chi phí khác.

## Tổng quan Công ty

GMD là một trong những nhà cung cấp dịch vụ logistics lớn nhất của Việt Nam và là một trong số ít các doanh nghiệp trong nước hoạt động từ đầu đến cuối chuỗi giá trị logistics. Ngoài lĩnh vực cốt lõi là điều hành cảng và cung cấp dịch vụ logistics, GMD còn đầu tư vào đồn điền cao su và BDS.

## Diễn biến giá cổ phiếu



## Hoàng Gia Huy

Chuyên viên

[huy.hoang@vietcap.com.vn](mailto:huy.hoang@vietcap.com.vn)

+8428 3914 3588 ext.526

## Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp

[vy.nguyen@vietcap.com.vn](mailto:vy.nguyen@vietcap.com.vn)

+8428 3914 3588 ext.147

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	4.832	5.313	6.124	6.704
% YoY	25,7%	9,9%	15,3%	9,5%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	1.459	1.508	1.745	2.128
% YoY	-35,2%	3,4%	15,7%	22,0%
EPS cốt lõi*	77,1%	-4,6%	14,0%	21,8%
Biên LN gộp	44,7%	46,0%	45,5%	47,6%
Biên EBITDA	36,2%	40,2%	42,2%	44,5%
Biên LN từ HĐKD	27,8%	30,0%	31,3%	34,4%
Biên LN ròng	30,2%	28,4%	28,5%	31,7%
DTTD/DT	0,0%	-43,5%	32,7%	33,1%
EV/EBITDA	9,4x	8,1x	6,9x	6,1x
P/E*	17,3x	18,1x	15,9x	13,1x
P/B	2,0x	1,9x	1,8x	1,7x
ROE	13,9%	11,7%	12,6%	14,1%

## Cảng miền Bắc sẽ vượt cảng miền Nam để trở thành động lực thúc đẩy lợi nhuận cốt lõi

- Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với CTCP Gemadept (GMD) từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN mặc dù giảm 3% giá mục tiêu còn 67.400 đồng/cổ phiếu, vì giá cổ phiếu đã giảm khoảng 7% trong 3 tháng qua.
- Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu do chúng tôi (1) giảm 3% định giá đối với mảng kinh doanh cốt lõi và (2) giảm 16% định giá đối với đồn điền cao su khi GMD ghi nhận khoảng 250 tỷ đồng chi phí cho mảng kinh doanh này trong quý 4/2024. Những yếu tố này ảnh hưởng nhiều hơn mức tăng 5% trong định giá đối với GML.
- Định giá thấp hơn 3% của chúng tôi đối với mảng kinh doanh cốt lõi đến từ số dư tiền mặt ròng thấp hơn 27%, ở mức khoảng 1 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân do (1) số ngày phải trả ngắn hơn dự kiến (67 ngày so với dự kiến là 120 ngày), (2) chúng tôi chưa đưa vào mô hình định giá gần nhất khoản đầu tư trị giá 130 tỷ đồng vào CTCP Phát triển Sài Gòn được thực hiện trong quý 4/2024 và tiền thuê đất trả trước cho các cảng miền Bắc của GMD tăng 475 tỷ đồng YoY, và (3) mức trả cổ tức tiền mặt cao hơn 400 tỷ đồng so với dự kiến trong năm 2024.
- Chúng tôi tăng 2% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2025, tương đương với mức tăng trưởng 9% YoY, nhờ dự báo doanh thu cảng (không bao gồm GML) cao hơn 9% và dự báo lợi nhuận ròng cao hơn 14% của GML. Điều này bù đắp một phần cho (1) dự báo doanh thu từ mảng logistics thấp hơn 4% vì GMD dự kiến mua 2 tàu thay vì 3 tàu và (2) tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu cao hơn khoảng 20 điểm cơ bản dựa trên KQKD năm 2024.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi giai đoạn 2026-34 do triển vọng tốt hơn của cảng Nam Đình Vũ (NDV), bù đắp cho dự báo doanh thu thấp hơn nhẹ của chúng tôi đối với mảng logistics khi chúng tôi loại bỏ đóng góp từ 1 tàu mới khởi định giá của chúng tôi.
- Định giá cao hơn 5% đối với GML đến từ việc chúng tôi tăng 14%/6%/4% dự báo lợi nhuận năm 2025/26/27, do biên lợi nhuận năm 2024 mạnh mẽ. Chúng tôi nhìn chung vẫn giữ nguyên dự báo dài hạn đối với GML.
- Yếu tố hỗ trợ:** Thoái vốn thành công tài sản không cốt lõi (đồn điền cao su, bất động sản). **Rủi ro:** Chính sách thương mại bất lợi của Mỹ đối với Việt Nam.

**Chúng tôi tăng dự báo tăng trưởng thông lượng qua cảng Nam Đình Vũ (NDV) năm 2025 lên 15% YoY (từ 7%), và giá dịch vụ trung bình (ASP) lên 6% (từ 3%).** Dự báo thông lượng cao hơn của chúng tôi được thúc đẩy bởi đóng góp của kênh Hà Nam trong việc nâng cao năng lực cạnh tranh của NDV. Kể từ khi hoàn thành vào tháng 7/2024, kênh này đã giúp NDV bổ sung 3 tuyến dịch vụ hàng tuần mới, góp phần thúc đẩy thông lượng tăng 28% so với quý trước (QoQ) trong quý 4/2024, cao hơn kỳ vọng của chúng tôi. Với đà tăng trưởng này, chúng tôi tin rằng NDV có vị thế tốt hơn để cạnh tranh trong bối cảnh công suất của cảng Lạch Huyện dự kiến tăng gấp 3 lần trong năm 2025. Dự báo tăng trưởng ASP của chúng tôi phản ánh mức tăng 12% YoY đối với phí

dịch vụ phi xếp dỡ container, trong khi phí xếp dỡ container vẫn đi ngang (theo biểu phí năm 2025 mới công bố của NĐV), với đóng góp của từng loại phí / tổng phí thu là 50:50.

**Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của Gemalink (GML) sẽ tăng 3% YoY trong năm 2025:** Chúng tôi dự báo thông lượng giảm 5% YoY đạt 1,65 triệu TEU (110% hiệu suất hoạt động), so với mức cao kỷ lục là 1,75 triệu TEU (116% hiệu suất hoạt động) vào năm 2024, do chúng tôi kỳ vọng tình trạng tắc nghẽn cảng Singapore và Malaysia sẽ hạ nhiệt trong năm 2025. Chúng tôi lưu ý rằng các lô hàng phát sinh ngoài kế hoạch (ad-hoc shipments) chiếm hơn 15% tổng thông lượng của GML vào năm 2024. KQKD quý 4/2024 của GML củng cố quan điểm này của chúng tôi, với thông lượng giảm 9% QoQ mặc dù quý 4 là mùa cao điểm, do tình trạng tắc nghẽn cảng trong khu vực hạ nhiệt. Chúng tôi kỳ vọng ASP tăng 10% YoY, nhờ vị thế cạnh tranh mạnh mẽ của GML tại khu vực Cái Mép - Thị Vải (CM-TV), nhưng biên lợi nhuận ròng sẽ đi ngang YoY do hiệu suất hoạt động thấp hơn (vì thông lượng giảm YoY).

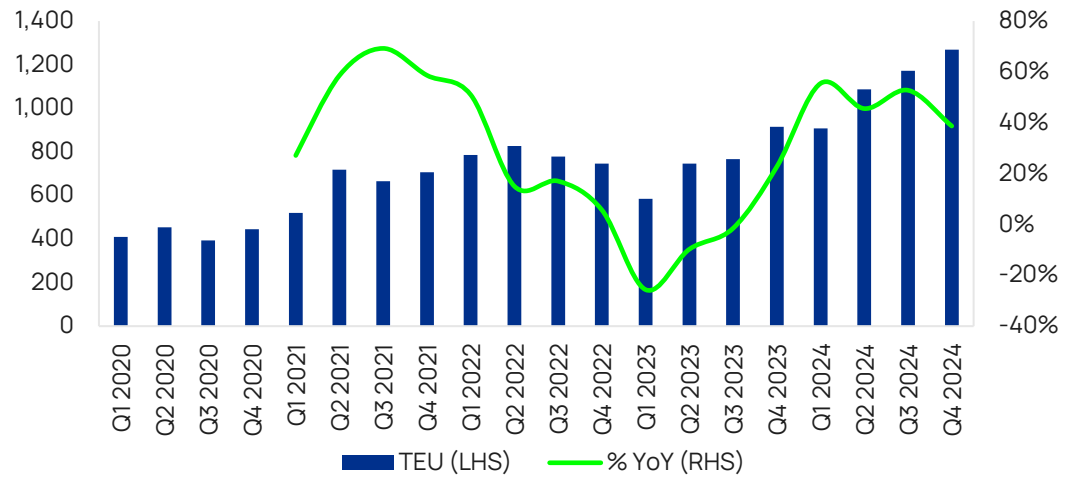
## Triển vọng năm 2025: Lợi nhuận cốt lõi tăng 9% YoY

Hình 1: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 trước đây	Dự báo 2025 điều chỉnh	Dự báo 2025 điều chỉnh s/v 2024	Dự báo 2025 điều chỉnh s/v trước đây	Nhận định của Vietcap
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>4.832</b>	<b>4.980</b>	<b>5.313</b>	<b>10%</b>	<b>7%</b>	
Cảng	4.201	4.158	4.523	8%	9%	* Chúng tôi tăng 12% dự báo thông lượng năm 2025 của NDV, đạt 1,55 triệu TEU (+15% YoY; 130% hiệu suất động động), nhờ tác động của kênh Hà Nam. GMD cho biết các cảng có thể vận hành ở mức 120%-130% hiệu suất động động trong ngắn hạn, trong khi 3 bến mới của NDV giai đoạn 3 sẽ giúp giải quyết vấn đề hết công suất khi từng hạng mục dần được đưa vào hoạt động sau khi hoàn tất xây dựng. Đối với các cảng miền Nam (không bao gồm GML), chúng tôi tăng 4% dự báo thông lượng, đạt 1,3 triệu TEU (-5% YoY), dựa trên KQKD năm 2024 khả quan. * NDV ghi nhận thông lượng đạt 430.200 TEU (+60% YoY; +28% QoQ) trong quý 4, nâng tổng thông lượng năm 2024 lên 1,35 triệu TEU (+26% YoY; hoàn thành 105% dự báo của chúng tôi). KQKD quý 4 mạnh mẽ đến từ nhu cầu cuối năm và kênh Hà Nam. Dự án kênh Hà Nam đã giúp GMD tăng thêm 3 tuyến dịch vụ hàng tuần mới kể từ khi hoàn thành vào cuối tháng 7/2024. * Các cảng miền Nam (không bao gồm GML) cũng có KQKD tốt hơn dự kiến với thông lượng đạt 395.300 TEU (+36% YoY; +14% QoQ) trong quý 4, nâng tổng thông lượng năm 2024 lên 1,35 triệu TEU (+44% YoY; hoàn thành 104% dự báo của chúng tôi). * Chúng tôi tăng dự báo tăng trưởng ASP của chúng tôi đối với NDV lên 6% YoY và duy trì dự báo tăng trưởng ASP ở mức 2% YoY đối với các cảng miền Nam (không bao gồm GML).
Logistics	632	822	790	25%	-4%	* Chúng tôi giảm dự báo do GMD hiện chỉ có kế hoạch mua 2 tàu cùng kích cỡ trong năm 2025, thay vì 3 tàu như trước đây (xem <b>trang 5</b> ).
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.162</b>	<b>2.387</b>	<b>2.442</b>	<b>13%</b>	<b>2%</b>	
Cảng	1.965	2.058	2.126	8%	3%	
Logistics	197	329	316	60%	-4%	
Chi phí SG&A	-816	-785	-847	4%	8%	* Chúng tôi tăng dự báo do KQKD năm 2024 cao hơn kỳ vọng.
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>1.345</b>	<b>1.602</b>	<b>1.595</b>	<b>19%</b>	<b>0%</b>	
Thu nhập tài chính	418	33	52	-88%	58%	* Thấp hơn YoY do khoản lãi thoái vốn ghi nhận một lần trong năm 2024.
Chi phí tài chính	-150	-200	-224	49%	12%	
Thu nhập ròng từ công ty liên kết (CTLK)	816	789	855	5%	8%	* <b>Gemalink</b> (dự kiến chiếm 65% thu nhập ròng từ CTLK năm 2025): Chúng tôi tăng 14% dự báo lợi nhuận ròng năm 2025 của GML lên 853 tỷ đồng (+3% YoY), nhờ biên lợi nhuận năm 2024 cao hơn kỳ vọng. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo thông lượng năm 2025 giảm 5% YoY, còn 1,65 triệu TEU (110% hiệu suất hoạt động), do tình trạng tắc nghẽn cảng trong khu vực – một trong những yếu tố giúp thông lượng năm 2024 tăng mạnh – dự kiến hạ nhiệt trong năm 2025. Chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng ASP ở mức 10% YoY. * Thông lượng của GML đạt 443.700 TEU (+24% YoY; -9% QoQ) trong quý 4/2024, thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi về mức tăng trưởng QoQ vào cuối năm, do tình trạng tắc nghẽn cảng trong khu vực hạ nhiệt. Tổng thông lượng năm 2024 đạt 1,75 triệu TEU (+72% YoY; hoàn thành 97% dự báo của chúng tôi; 117% hiệu suất hoạt động). * <b>SCS</b> (dự kiến chiếm 31% thu nhập ròng từ CTLK năm 2025): Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025 ở mức 731 tỷ đồng (+5,5% YoY). * Giảm YoY do khoản "chi phí khác" tăng bất thường trong quý 4/2024.
Lãi/lỗ khác	-349	-25	-27	-92%	6%	
LNTT	2.080	2.198	2.252	8%	2%	
<b>LNST</b>	<b>1.905</b>	<b>1.929</b>	<b>1.976</b>	<b>4%</b>	<b>2%</b>	
Lợi ích CĐTS	446	453	468	5%	3%	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>1.459</b>	<b>1.476</b>	<b>1.508</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi*	1.405	1.496	1.530	9%	2%	
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>44,7%</b>	<b>47,9%</b>	<b>46,0%</b>			
Cảng	46,8%	49,5%	47,0%			* Chúng tôi giảm dự báo do KQKD năm 2024 thấp hơn kỳ vọng.
Logistics	31,2%	40,0%	40,0%			* Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của mảng logistics sẽ phục hồi YoY, sau sự cố một lần liên quan đến tàu của GMD trong quý 4/2024.
Biên lợi nhuận từ HĐKD	27,8%	32,2%	30,0%			
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	30,2%	29,6%	28,4%			
Biên LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	29,1%	30,0%	28,8%			

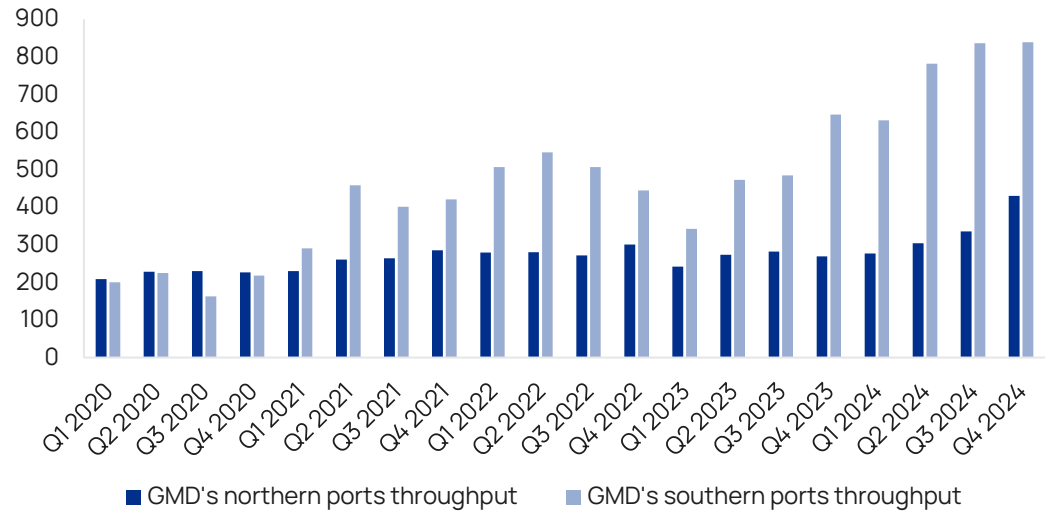
Nguồn: GMD, dự báo của Vietcap (\*không bao gồm tác động từ việc thoái vốn khỏi cảng và các khoản lãi/lỗ khác)

**Hình 2: Tổng thông lượng container của GMD ('000 TEU)**



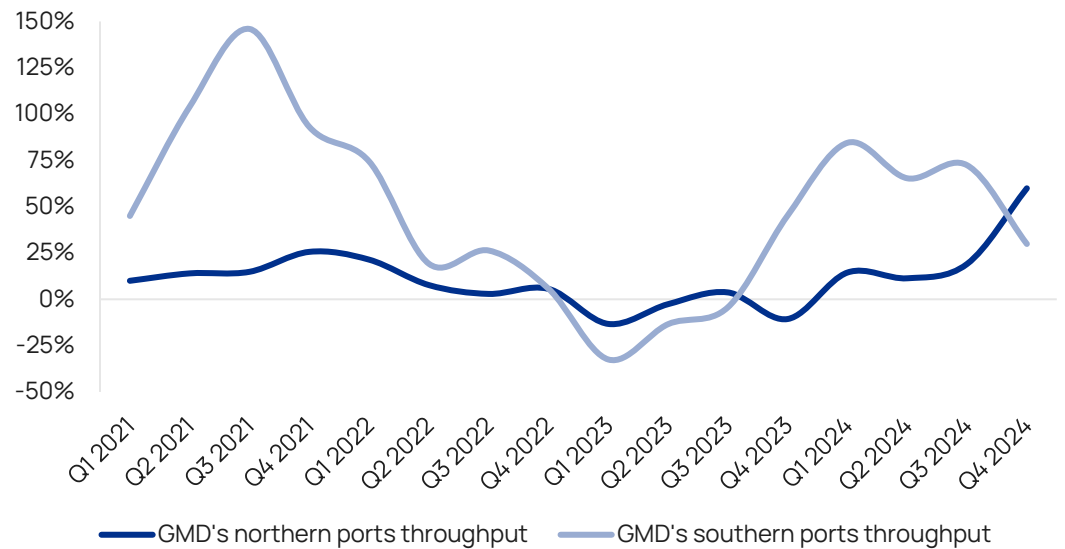
Nguồn: GMD, Vietcap

**Hình 3: Thông lượng container của GMD theo khu vực ('000 TEU)**



Nguồn: GMD, Vietcap

**Hình 4: Tăng trưởng thông lượng container hàng quý của GMD YoY theo khu vực**



Nguồn: GMD, Vietcap

## Cạnh tranh gia tăng tại Hải Phòng khi công suất mới đi vào hoạt động, nhưng NDV có thể giảm thiểu tác động nhờ những lợi thế cạnh tranh riêng

Trong năm 2025, Hải Phòng sẽ bổ sung khoảng 2,8 triệu TEU công suất hàng năm mới (+33% so với năm 2024), dẫn đến cạnh tranh gia tăng trong khu vực. Công suất bổ sung bao gồm:

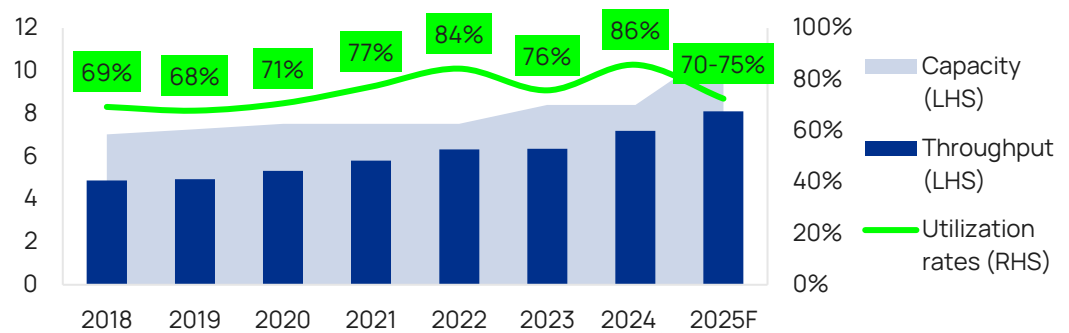
- 4 bến tại Lạch Huyện (HICT), dự kiến hoạt động vào đầu năm 2025, bổ sung 2,2 triệu TEU/năm.
- Mở rộng NDV giai đoạn 3, dự kiến hoạt động vào cuối năm 2025, bổ sung 600.000 TEU/năm.

Chúng tôi kỳ vọng công suất mới sẽ vượt tốc độ tăng trưởng nhu cầu, làm giảm hiệu suất hoạt động chung trong khu vực. Ngay cả khi chúng tôi giả định tăng trưởng nhu cầu ở mức 10-15%, cao hơn so với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) giai đoạn 2019-23 là 7%, chúng tôi ước tính hiệu suất hoạt động trung bình sẽ giảm xuống 70-75%, so với mức 86% vào năm 2024.

Đối với NDV, dù công suất mới từ 4 bến của HICT sẽ làm gia tăng cạnh tranh trong khu vực, chúng tôi tin rằng NDV vẫn có một số lợi thế quan trọng giúp giảm bớt áp lực cạnh tranh cao hơn này:

- NDV phục vụ tàu trung chuyển (feeder) cỡ trung cho tuyến nội Á, trong khi HICT tập trung vào các tàu lớn hơn phục vụ thị trường phương Tây.
- NDV có vị trí đắc địa nằm ngay cửa sông Cấm.
- ASP của HICT hiện cao hơn 40-50% so với ASP của NDV, do HICT có hạ tầng cảng nước sâu.
- Kênh Hà Nam đã tăng cường lợi thế cạnh tranh cho NDV thông qua việc cho phép NDV tiếp nhận tàu lớn hơn, lên đến 48.000 DWT. Điều này giúp giảm thời gian và chi phí vận chuyển cho các hãng tàu, bởi một tàu có thể chở được nhiều hàng hơn trên mỗi lượt ghé cảng. Đóng góp của cửa kênh đào vào KQKD của GMD đã được chứng minh trong Q4 vừa qua, khi NDV đã bổ sung thêm 3 tuyến dịch vụ hàng tuần tính đến hiện tại, góp phần giúp thông lượng quý 4/2024 tăng trưởng 28% QoQ - cao hơn kỳ vọng của chúng tôi.

**Hình 5: Thông lượng container, công suất và hiệu suất hoạt động tại Hải Phòng (triệu TEU)**



Nguồn: VPA, Vietcap.

**Hình 6: Tổng quan về bến HICT số 1 đến số 6**

	Bến số 1 & 2 (hiện có)	Bến số 3 & 4 (dự kiến hoạt động năm 2025)	Bến số 5 & 6 (dự kiến hoạt động năm 2025)
<b>Chủ sở hữu</b>	Saigon Newport (SNP), ONE, Itochu, Wan Hai	PHP	Hateco
<b>Đối tác*</b>	ONE (Top-6 toàn cầu, thị phần 6,3%), Wan Hai (Top-11, 1,7%)	MSC (Top-1 toàn cầu, thị phần 20,1%)	Maersk (Top-2 toàn cầu, thị phần 14,3%)
<b>Thời gian hoạt động</b>	Tháng 5/2018	Quý 1/2025	Quý 1/2025
<b>Số lượng bến</b>	2	2	2
<b>Chiều dài (m)</b>	750	750	900
<b>Công suất thiết kế (triệu TEUs)</b>	1,0	1,1	1,1
<b>Kích thước tàu tối đa (TEUs)</b>	12.000	8.000	8.000
<b>Vốn đầu tư XD/CB (tỷ đồng)</b>	7.580	6.950	8.950
<b>Vốn đầu tư XD/CB (triệu USD)</b>	303	278	358

Nguồn: Các nguồn truyền thông, tổng hợp của Vietcap

## Chúng tôi dự báo ASP của NĐV tăng 6% YoY, được thúc đẩy bởi mức phí dịch vụ phí xếp dỡ container cao hơn

Vào ngày 14/02/2024, NĐV công bố biểu phí năm 2025, trong đó giữ nguyên phí xếp dỡ container (từ tàu xuống bãi cảng) nhưng tăng hầu hết các phí dịch vụ khác thêm khoảng 10-15%. Chúng tôi dự báo tổng ASP năm 2025 của NĐV sẽ tăng 6% YoY, nhờ phí xếp dỡ container đi ngang và dịch vụ phí xếp dỡ container tăng 12%, cả 2 loại phí được cân đối đồng đều (50:50).

Để so sánh, vào giữa tháng 12/2024, cảng Hải Phòng (UpCom: PHP) công bố tăng phí, có hiệu lực từ ngày 01/01/2025, với hầu hết các dịch vụ tăng 10-15%, một số giữ nguyên và một số khác tăng 15-20%.

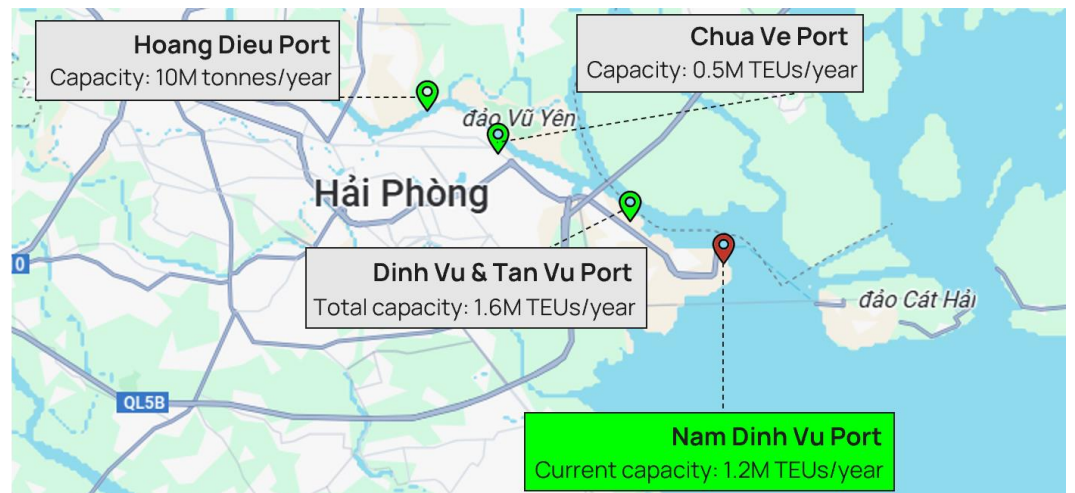
Đối với phí xếp dỡ container:

- Đối với hãng tàu nội địa: Phí xếp dỡ từ tàu xuống bãi cảng giữ nguyên, nhưng các phí xếp dỡ khác tăng 12-17% (ví dụ: từ tàu xuống sà lan, xe tải, toa xe lửa, hoặc từ bãi cảng lên xe tải/toa xe lửa).
- Đối với hãng tàu quốc tế: Phí xếp dỡ từ tàu xuống bãi cảng tăng 10-12%, trong khi các phí xếp dỡ khác tăng mạnh khoảng 30%.

Phí các dịch vụ cảng khác cũng tăng, chủ yếu tăng trong khoảng 10-15%.

Nhìn chung, mức điều chỉnh phí của NĐV tương đồng với PHP, nhưng có thể cao hơn, chúng tôi cho rằng do vị trí chiến lược của NĐV tại khu vực sông Cấm và lợi thế từ kênh Hà Nam. Do đó, dù NĐV tăng giá, chúng tôi vẫn kỳ vọng NĐV duy trì lợi thế cạnh tranh trong khu vực, hỗ trợ dự báo của chúng tôi về tăng trưởng thông lượng của NĐV đạt 15% YoY trong năm 2025.

### Hình 7: NĐV (màu xanh) tự hào có vị trí thuận lợi so với các cảng của PHP (màu xám) tại Hải Phòng



Nguồn: PHP, GMD, Vietcap. \*Lưu ý, cảng Hoàng Diệu và cảng Chùa Vẽ đã được sáp nhập thành một vào đầu năm 2025.

## Cập nhật về thay đổi kế hoạch phân bổ vốn từ đợt phát hành quyền

Vào cuối tháng 1/2025, GMD công bố điều chỉnh kế hoạch giải ngân vốn huy động từ đợt phát hành quyền vào cuối năm 2024. Những thay đổi chính bao gồm giảm số lượng tàu mua từ 3 xuống 2 tàu, trong khi tăng vốn góp vào các công ty con trong mảng logistics và mua cổ phần (% không được tiết lộ) tại CTCP Dịch vụ Cảng Hải Minh (thành lập vào tháng 7/2022). Ban lãnh đạo mới chỉ cung cấp giải thích chung về các điều chỉnh này.

Do đó, chúng tôi giảm dự báo doanh thu của mảng logistics trong giai đoạn 2025-34 thêm khoảng 6%-8%/năm, do không còn đóng góp từ con tàu thứ ba. Tuy nhiên, chúng tôi chưa bao gồm tác động tiềm năng từ việc tăng vốn vào các công ty con hoặc CTCP Dịch vụ Cảng Hải Minh, do chưa có đủ thông tin về tình hình tài chính của các đơn vị này. Do đó chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng trưởng nhẹ đối với dự báo hiện tại của chúng tôi đến từ đóng góp của các đơn vị này.

**Hình 8: Cập nhật về tiến độ tái phân bổ vốn từ đợt phát hành quyền và giải ngân**

STT	Mục đích	Lượng vốn (tỷ đồng)	Lượng vốn (triệu USD)	Tiến độ giải ngân	Điều chỉnh so với kế hoạch trước đây
1	<b>Mua tài sản cố định</b>	<b>1.779</b>	<b>69,8</b>		
	- Mua 2 tàu biển trọng tải khoảng 1800 TEU	916	35,9	Quý 1/2025	Chỉ mua 2 tàu (so với 3 tàu như trước đây). Giảm 433,9 tỷ đồng.
	- Mua 2 cầu STS (85 tấn)	655	25,7	Quý 1/2025	Không thay đổi.
	- Mua 7 xà lan (248 TEU)	209	8,2	Quý 1/2025	Không thay đổi.
2	<b>Trả nợ ngân hàng</b>	<b>231</b>	<b>9,0</b>		
	- Trả nợ Ngân Hàng Shinhan Việt Nam	174	6,8	Đã giải ngân	Không thay đổi.
	- Trả nợ Ngân Hàng BIDV	57	2,2	Đã giải ngân	Không thay đổi.
3	<b>Tăng vốn vào NDV</b>	<b>540</b>	<b>21,2</b>	Đã giải ngân	Giảm 17,7 tỷ đồng.
4	<b>Tăng vốn vào Công ty TNHH Thiết bị và Dịch vụ hàng hải Thái Bình Dương (GMD sở hữu 100%)</b>	<b>115</b>	<b>4,5</b>	Quý 1/2025	Bổ sung.
5	<b>Tăng vốn vào Công ty TNHH Dịch vụ vận tải tổng hợp V.N.M (GMD sở hữu 100%)</b>	<b>273</b>	<b>10,7</b>	Quý 1/2025	Bổ sung.
6	<b>Nhận chuyển nhượng cổ phần phổ thông tại CTCP Dịch vụ Cảng Hải Minh (% cổ phần không tiết lộ)</b>	<b>76</b>	<b>3,0</b>	Quý 1/2025	Bổ sung.
<b>Tổng cộng</b>		<b>3.014</b>	<b>118,2</b>		

Nguồn: GMD, Vietcap

## Quan điểm của chúng tôi về tác động của dự án cảng Cần Giờ đối với GMD

### Tổng quan về dự án Cảng Trung chuyển Quốc tế Cần Giờ:

Vào tháng 1/2025, Thủ tướng đã phê duyệt đầu tư cho dự án Cảng Trung chuyển Quốc tế Cần Giờ - 1 đại dự án tại huyện Cần Giờ, TP.HCM, gần khu vực Cái Mép - Thị Vải (CM-TV), nơi GMD hiện đang vận hành cảng nước sâu GML. Dự án nhằm mục tiêu phát triển trung tâm trung chuyển quốc tế quan trọng trong khu vực.

Cảng sẽ được xây dựng theo 7 giai đoạn, dự kiến hoàn thành toàn bộ vào năm 2045 (giai đoạn 1 vào năm 2027). Tổng vốn đầu tư XDCB là 113,5 nghìn tỷ đồng. Khi đi vào hoạt động, cảng sẽ có khả năng tiếp nhận:

- Tàu container lên đến 250.000 DWT (24.000 TEU) - tương đương với Gemalink.
- Tàu trung chuyển từ 10.000 đến 65.000 DWT (750-5.200 TEU).
- Sà lan lên đến 8.000 DWT (356 TEU).

Theo kế hoạch của chính quyền TP.HCM, dự án sẽ khởi công vào năm 2025 và bắt đầu hoạt động vào năm 2027. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng kế hoạch này khá tham vọng, vì phê duyệt đầu tư mới chỉ là một trong những bước đầu tiên trong quá trình triển khai dự án.

Thông lượng ban đầu dự kiến đạt khoảng 2,1 triệu TEU trong năm đầu tiên và sẽ tăng dần lên 16,9 triệu TEU vào năm 2047 – tương đương khoảng một nửa thông lượng hiện tại của Singapore. Để so sánh, khu vực CM-TV hiện xử lý khoảng 7 triệu TEU/năm, chưa bao gồm việc mở rộng GML 2A & 2B với tổng công suất là 1,5 triệu TEU/năm.

Dự án được hỗ trợ bởi đề xuất đầu tư từ:

- CTCP Cảng Sài Gòn (UpCom: SGP – công ty con của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam-UpCom: MVN).
- Terminal Investment Limited Holding S.A. (TIL) – công ty con của Mediterranean Shipping Company (MSC), hãng tàu container lớn nhất thế giới, chiếm khoảng 20% công suất TEU toàn cầu.

#### Lựa chọn nhà đầu tư:

Nhà đầu tư sẽ được lựa chọn thông qua đấu thầu công khai theo quy định của pháp luật Việt Nam. GMD đã xác nhận không tham gia đấu thầu mà sẽ tập trung vào Trung tâm Logistics Cái Mép Hạ trong khu vực CM-TV, nơi có cơ sở hạ tầng giao thông xung quanh phát triển hơn. Hiện tại, chúng tôi nhận thấy MSC và MVN là những ứng cử viên sáng giá cho dự án, nhờ vào sự đồng hành từ sớm và do đó hiểu biết sâu về dự án. Ngoài ra, với quy mô đội tàu lớn và vị thế dẫn đầu thị trường toàn cầu, MSC có khả năng giúp cảng nhanh chóng gia tăng hiệu suất hoạt động khi đi vào hoạt động.

#### Quan điểm về tác động của dự án cảng Cần Giờ đối với GMD:

Chúng tôi cho rằng có 2 kịch bản có thể xảy ra:

- Nếu cảng Cần Giờ **có thể** giành thị phần từ Singapore/các cảng trung chuyển khác trong khu vực (cụ thể, tổng thị phần của Việt Nam tăng), tác động đến GML có thể ở mức **trung lập hoặc tích cực**.
- Nếu cảng Cần Giờ **không thể** giành thị phần từ Singapore/các cảng trung chuyển khác trong khu vực (cụ thể, tổng thị phần của Việt Nam đi ngang), tác động đến GML sẽ là **tiêu cực** do cảng Cần Giờ sẽ lấy thị phần từ khu vực CM-TV.

Ở giai đoạn này, rất khó để đánh giá chắc chắn liệu cảng Cần Giờ có thể giành được thị phần trong khu vực hay không. Tuy nhiên, nếu xét riêng mối quan hệ giữa MSC (giả định liên danh của MSC thắng thầu) và GML, chúng tôi nhận thấy khả năng sẽ xảy ra sự dịch chuyển hàng trung chuyển từ khu vực CM-TV sang cảng Cần Giờ. Tuy nhiên, tác động này có thể được giảm nhẹ bởi 2 yếu tố quan trọng:

- **Tác động hạn chế đối với hàng xuất/nhập khẩu:** Chúng tôi cho rằng sự dịch chuyển chủ yếu sẽ xảy ra đối với hàng trung chuyển, trong khi hàng xuất/nhập khẩu tại Việt Nam nhiều khả năng vẫn sẽ được xử lý tại GML. Điều này là do hệ thống giao thông nội địa tại Cần Giờ còn kém phát triển so với cơ sở hạ tầng hoàn chỉnh của khu vực CM-TV.
- **Vị thế GML với tư cách là một cảng hàng đầu trong khu vực:** GML vẫn là một cảng với khả năng cạnh tranh mạnh mẽ, thuộc nhóm cảng hàng đầu thế giới, hoạt động với hiệu suất trên 100% vào năm 2024. Do đó, chúng tôi tin rằng GML có thể thu hút khách hàng mới để bù đắp cho bất kỳ khoảng trống công suất nào do MSC có thể tạo ra. Tuy nhiên, lợi thế về giá của Gemalink có thể bị suy giảm so với vị thế hiện tại.



## Định giá

**Chúng tôi áp dụng phương pháp tổng của từng phần (SoTP) để định giá GMD.** Chúng tôi sử dụng phương pháp SoTP cho GMD do sự đóng góp lớn từ các công ty liên kết cũng như dự định thoái vốn các tài sản không cốt lõi của công ty.

Định giá SoTP của chúng tôi bao gồm:

**(1) Mạng cảng và logistics hợp nhất** được chúng tôi định giá bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) vì các mảng kinh doanh này phần lớn tạo ra dòng tiền có thể dự báo được.

**(2) Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS)**, là một trong những công ty đóng góp chính vào thu nhập ròng từ các công ty liên kết của GMD. Chúng tôi định giá SCS bằng phương pháp CKDT. Để biết thêm thông tin về quan điểm và định giá của chúng tôi đối với SCS, vui lòng xem [Báo cáo Cập nhật SCS ngày 07/11/2024](#) của chúng tôi.

**(3) Cảng Gemalink** được chúng tôi định giá bằng phương pháp CKDT. Chúng tôi định giá riêng Gemalink do chúng tôi chưa có đủ thông tin về tình hình tài chính và tiến trình của công ty để hợp nhất dự án này vào dự báo của chúng tôi cho HĐKD cốt lõi.

**(4) Các đồn điền cao su** được chúng tôi định giá theo phương pháp P/B. Chúng tôi áp dụng P/B mục tiêu không đổi là 1,2 lần, tương đương với trung vị P/B trung bình 2 năm của một số công ty cùng ngành. Chúng tôi so sánh các đồn điền cao su của GMD với một số đồn điền cao su thuần tại Việt Nam do không có công ty đồn điền cao su nào được niêm yết tại Campuchia.

**(5) CJ Gemadept Logistics và CJ Gemadept Shipping**, được chúng tôi định giá bằng cách sử dụng hệ số P/E tương đối. Chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu không đổi là 10,0 lần, tương đương với trung vị P/E trung bình 2 năm của một số các công ty cùng ngành so với mức 11,0 lần như trước đây. Chúng tôi so sánh CJ Gemadept Logistics and Shipping với các công ty logistics được niêm yết khác ở Châu Á cũng cung cấp các dịch vụ logistics tích hợp và có quy mô nhỏ và về mặt địa lý tập trung hoạt động chủ yếu tại thị trường nội địa.

**(6) Các dự án bất động sản và các khoản đầu tư khác** được chúng tôi định giá theo giá trị sổ sách do hiện tại chưa có thông tin cụ thể về thời gian phê duyệt quyền sử dụng đất và tiến độ phát triển.

Hình 9: Tóm tắt định giá

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị	Tỷ lệ sở hữu của GMD	Giá trị VCSH phân bổ cho GMD
Cảng & logistics hợp nhất	CKDT	18.502	51,0% - 100,0%	18.502**
SCS	CKDT	6.777	33,4%	2.265
Đồn điện cao su	P/B	1.319	100,0%	1.583
Cảng Gemalink	CKDT	7.225	65,1%	4.706
CJ Gemadept Logistics & Shipping	P/E	658	49,1%; 51,0%	329
Khác (*)	GTSS	508	100,0%	508
<b>Tổng giá trị VCSH</b>				<b>27.892</b>
Chiết khấu (%)				0%
<b>Giá trị VCSH chiết khấu</b>				<b>27.892</b>
Số lượng cổ phiếu (triệu)				414,0
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>				<b>67.400</b>
Giá hiện tại				61.000
Tỷ lệ tăng				10,5%
Lợi suất cổ tức				2,5%
<b>Tổng mức sinh lời</b>				<b>13,0%</b>
P/E cốt lõi dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu				20,0x
P/E cốt lõi dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu				17,6x
P/E cốt lõi dự phóng năm 2027 theo giá mục tiêu				14,4x
EV/EBITDA dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu				8,8x
EV/EBITDA dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu				7,6x
EV/EBITDA dự phóng năm 2027 theo giá mục tiêu				6,6x

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: \*Bao gồm các dự án bất động sản, K'Line Logistics, Mekong Logistics, CTCP Phát triển Sài Gòn và các khoản đầu tư dài hạn. \*\* GMD sở hữu tài sản trong các HDKD cốt lõi, với tỷ lệ sở hữu dao động từ 51% đến 100%. " Giá trị VCSH phân bổ cho GMD" thể hiện 100% cột "Giá trị", chỉ phản ánh cổ phần của GMD, khi chúng tôi loại trừ lợi ích CĐTS khỏi giá trị VCSH.

### Mảng cảng và logistics hợp nhất

Hình 10: Định giá CKDT đối với mảng cảng và logistics hợp nhất

Chi phí vốn	Trước đây	Điều chỉnh	CKDT (tỷ đồng)	
Hệ số beta	0,9	0,9	GTHT của DTTD	9.670
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0%	8,0%	GTHT của giá trị cuối (TT 0,0%)	7.381
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	6,0%	<b>GTHT của DTTD và giá trị cuối</b>	<b>17.051</b>
Chi phí vốn CSH %	13,2%	13,2%	+ Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	4.986
Chi phí nợ vay %	11,0%	11,0%	- Nợ vay	-2.167
Nợ vay %	30,0%	30,0%	- Lợi ích CĐTS	-1.368
Vốn CSH %	70,0%	70,0%	<b>Giá trị vốn CSH</b>	<b>18.502</b>
Thuế doanh nghiệp %	10,0%	10,0%	Số lượng CP pha loãng (triệu)	414
<b>WACC %</b>	<b>12,2%</b>	<b>12,2%</b>	<b>Giá trị CKDT/cổ phiếu (đồng)</b>	<b>44.700</b>

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
<b>Lợi nhuận từ HDKD</b>	<b>1.595</b>	<b>1.917</b>	<b>2.309</b>	<b>2.329</b>	<b>2.381</b>	<b>2.405</b>	<b>2.431</b>	<b>2.458</b>	<b>2.487</b>	<b>2.517</b>
- Thuế	-217	-261	-314	-317	-324	-327	-331	-334	-338	-342
+ Khấu hao	542	670	675	684	698	722	764	844	999	1.304
- Vốn đầu tư XDCB	-4.170	-80	-230	-230	-230	-230	-230	-230	-230	-230
- Tăng vốn lưu động	-62	-245	-220	-58	183	-38	-41	-43	-46	-48
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>-2.312</b>	<b>2.002</b>	<b>2.219</b>	<b>2.408</b>	<b>2.709</b>	<b>2.532</b>	<b>2.594</b>	<b>2.695</b>	<b>2.872</b>	<b>3.200</b>
GTHT của DTTD	-2.060	1.590	1.571	1.519	1.523	1.268	1.158	1.072	1.018	1.011
<b>GTHT lũy kế của DTD</b>	<b>-2.060</b>	<b>-471</b>	<b>1.100</b>	<b>2.619</b>	<b>4.142</b>	<b>5.410</b>	<b>6.568</b>	<b>7.641</b>	<b>8.659</b>	<b>9.670</b>

Nguồn: Bloomberg, Vietcap

## SCS – CTLK về cảng hàng hóa hàng không

Hình 11: Tóm tắt định giá

Tỷ đồng	Phương pháp định giá	Giá trị
<b>SCS</b>	<b>CKDT 5 năm</b>	<b>6.777</b>
Tỷ lệ sở hữu của GMD tại SCS (%)		33,4%
<b>Giá trị vốn CSH phân bổ cho GMD</b>		<b>2.265</b>

Nguồn: Vietcap

## Đồn điền cao su

Hình 12: Tóm tắt định giá đối với đồn điền cao su

Tỷ đồng	Giá trị
Giá trị sổ sách	1.319
P/B mục tiêu	1,2x
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.583</b>
Tỷ lệ sở hữu của GMD (%)	100%
<b>Giá trị vốn CSH phân bổ cho GMD</b>	<b>1.583</b>

Nguồn: Vietcap

## Cảng Gemalink

Hình 13: Định giá CKDT đối với Gemalink

Chi phí vốn	Trước đây	Điều chỉnh	Dự báo DTTD (20 năm) - tỷ đồng	Giá trị
Hệ số beta	0,9	0,9	GTHT của DTTD	12.206
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0%	8,0%	GTHT của giá trị cuối (TT 0,0%)	2.606
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	6,0%	<b>GTHT của DTTD và giá trị cuối</b>	<b>14.811</b>
Chi phí vốn CSH %	13,2%	13,2%	- Nợ vay ròng	7.586
Chi phí nợ vay %	11,0%	11,0%	- Khác	0
Nợ vay %	30,0%	30,0%	<b>Giá trị vốn CSH</b>	<b>7.225</b>
Vốn CSH %	70,0%	70,0%	<b>Tỷ lệ sở hữu</b>	65,1%
Thuế doanh nghiệp %	10,0%	10,0%	Số lượng cổ phiếu (triệu)	414,0
<b>WACC %</b>	<b>12,2%</b>	<b>12,2%</b>	<b>Giá trị/cổ phiếu (đồng)</b>	<b>11.400</b>

Nguồn: Vietcap

## CJ Gemadept Logistics & CJ Gemadept Shipping

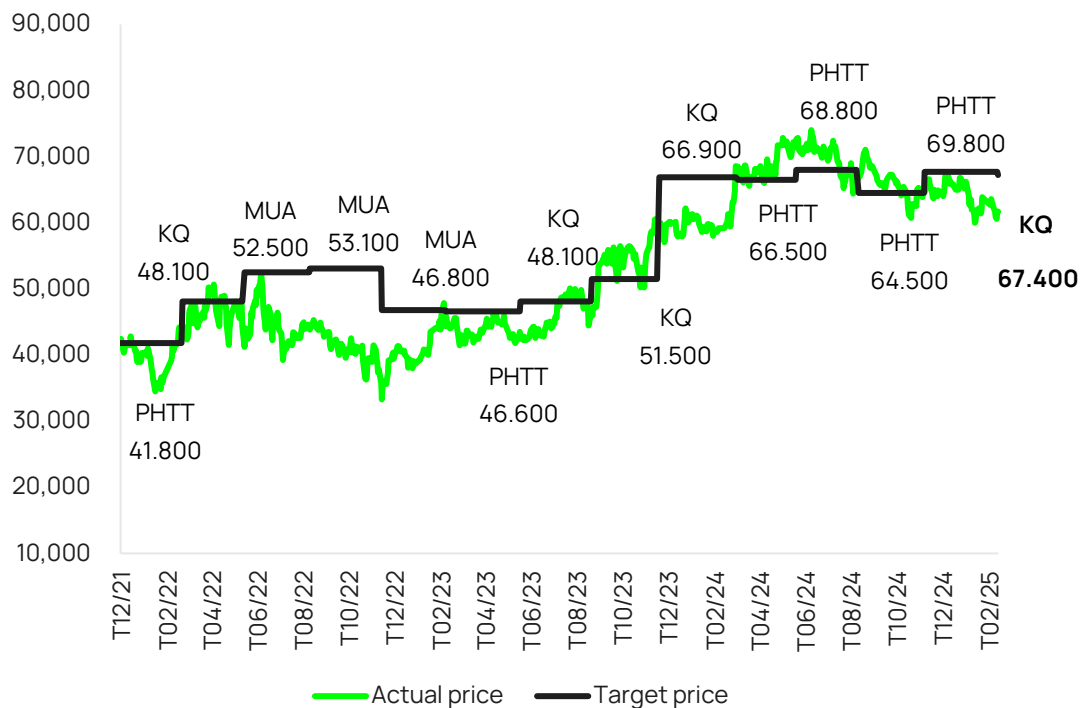
Hình 14: Tóm tắt định giá đối với CJ Gemadept Logistics & CJ Gemadept Shipping

Tỷ đồng	Giá trị
Thu nhập ròng dự phóng năm 2025	65,8
P/E mục tiêu	10,0x
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>658</b>
Tỷ lệ sở hữu của GMD (%)	49,1%; 51,0%*
<b>Giá trị vốn CSH phân bổ cho GMD</b>	<b>329</b>

Nguồn: Vietcap (\* chúng tôi giả định trung bình là 50%)

## Diễn biến khuyến nghị

Hình 15: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap (giá mục tiêu được điều chỉnh dựa theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu lưu hành)

## Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Doanh thu</b>	<b>4.832</b>	<b>5.313</b>	<b>6.124</b>	<b>6.704</b>
Giá vốn hàng bán	-2.671	-2.871	-3.337	-3.515
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.162</b>	<b>2.442</b>	<b>2.787</b>	<b>3.190</b>
Chi phí bán hàng	-247	-267	-288	-311
Chi phí quản lí DN	-569	-580	-582	-569
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>1.345</b>	<b>1.595</b>	<b>1.917</b>	<b>2.309</b>
Thu nhập tài chính	418	52	24	37
Chi phí tài chính	-150	-224	-225	-194
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	-139	-181	-181	-151
Lợi nhuận từ công ty LDLC	816	855	909	998
Lỗ/lãi thuần khác	-349	-27	-31	-34
<b>LNTT</b>	<b>2.080</b>	<b>2.252</b>	<b>2.594</b>	<b>3.117</b>
Thuế TNDN	-175	-276	-317	-381
LNST trước CĐTS	1.905	1.976	2.277	2.735
Lợi ích CĐ thiếu số	446	468	532	607
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo</b>	<b>1.459</b>	<b>1.508</b>	<b>1.745</b>	<b>2.128</b>
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi*</b>	<b>1.405</b>	<b>1.530</b>	<b>1.769</b>	<b>2.155</b>
EBITDA	1.751	2.137	2.587	2.984
EPS báo cáo, VND*	3.665	3.321	3.784	4.616
EPS pha loãng, VND*	3.665	3.321	3.784	4.616
EPS cốt lõi, pha loãng, VND*	3.529	3.367	3.837	4.674
DPS báo cáo, VND**	1.500	1.700	1.900	2.100
DPS/EPS (%)	41%	51%	50%	45%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	25,7%	9,9%	15,3%	9,5%
Tăng trưởng LN HĐKD	20,5%	18,6%	20,2%	20,5%
TT LNST sau lợi ích CĐTS	-35,2%	3,4%	15,7%	22,0%
TT LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi*	81,6%	8,9%	15,7%	21,8%
TT EPS cốt lõi*	77,1%	-4,6%	14,0%	21,8%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp	44,7%	46,0%	45,5%	47,6%
Biên LN từ HĐ	27,8%	30,0%	31,3%	34,4%
Biên EBITDA	36,2%	40,2%	42,2%	44,5%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	30,2%	28,4%	28,5%	31,7%
ROE	13,9%	11,7%	12,6%	14,1%
ROA	12,1%	10,4%	11,0%	12,2%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	10	12	12	13
Số ngày phải thu	95	95	95	97
Số ngày phải trả	67	89	111	117
TG luân chuyển tiền	38	18	-4	-6
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	3,2x	1,5x	1,8x	2,1x
CS thanh toán nhanh	2,5x	0,9x	1,2x	1,5x
CS thanh toán tiền mặt	1,9x	0,2x	0,5x	0,9x
Nợ/Tài sản	13,7%	13,8%	10,7%	8,1%
Nợ/Vốn sử dụng	13,6%	14,7%	11,7%	8,9%
Nợ/Vốn CSH	5,1%	-8,9%	10,2%	2,3%
Khả năng thanh toán lãi vay	9,6x	8,8x	10,6x	15,3x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	3.964	508	1.388	2.329
Đầu tư TC ngắn hạn	1.021	1.021	1.021	1.021
Các khoản phải thu	1.235	1.434	1.653	1.810
Hàng tồn kho	83	105	122	128
TS ngắn hạn khác	372	398	459	503
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>6.676</b>	<b>3.466</b>	<b>4.643</b>	<b>5.790</b>
TS dài hạn (gộp)	6.884	11.057	11.137	11.367
- Khấu hao lũy kế	-2.851	-3.393	-4.062	-4.737
TS dài hạn (ròng)	4.033	7.664	7.074	6.630
Đầu tư TC dài hạn	3.841	5.536	6.290	7.134
TS dài hạn khác	3.436	3.328	3.507	3.655
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>11.310</b>	<b>16.528</b>	<b>16.872</b>	<b>17.419</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>17.986</b>	<b>19.994</b>	<b>21.515</b>	<b>23.209</b>
Phải trả ngắn hạn	462	942	1.094	1.153
Nợ ngắn hạn	422	463	463	463
Nợ ngắn hạn khác	1.223	876	1.009	1.105
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.107</b>	<b>2.280</b>	<b>2.567</b>	<b>2.721</b>
Nợ dài hạn	1.745	2.155	1.755	1.355
Nợ dài hạn khác	380	397	417	432
<b>Tổng nợ</b>	<b>4.232</b>	<b>4.832</b>	<b>4.739</b>	<b>4.508</b>
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	4.140	4.202	4.265	4.265
Thặng dư vốn CP	3.920	3.920	3.920	3.920
Retained earnings	2.938	3.467	3.951	Cổ
Lợi nhuận giữ lại	3.621	4.499	5.519	6.837
Vốn khác	705	705	705	705
Lợi ích CĐTS	1.368	1.835	2.367	2.974
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>13.753</b>	<b>15.161</b>	<b>16.776</b>	<b>18.701</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>17.986</b>	<b>19.994</b>	<b>21.515</b>	<b>23.209</b>
Số CP lưu hành cuối năm, tr	414,0	420,2	426,5	426,5
Số CP lưu hành tr.bình, tr**	368,3	420,2	426,5	426,5

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>1.472</b>	<b>3.964</b>	<b>508</b>	<b>1.388</b>
Lợi nhuận sau thuế	1.459	1.508	1.745	2.128
Khấu hao	406	542	670	675
Thay đổi vốn lưu động	-556	-62	-245	-220
Điều chỉnh khác	338	-351	-309	-377
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>1.647</b>	<b>1.637</b>	<b>1.861</b>	<b>2.206</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.586	-4.170	-80	-230
Đầu tư, ròng	92	-804	162	175
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-1.495</b>	<b>-4.974</b>	<b>82</b>	<b>-55</b>
Cổ tức đã trả	-917	-630	-725	-810
Tăng (giảm) vốn cổ phần	3.059	62	63	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-24	41	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	227	410	-400	-400
Tiền từ các hoạt động khác	-8	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>2.337</b>	<b>-117</b>	<b>-1.062</b>	<b>-1.210</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2.492</b>	<b>-3.456</b>	<b>881</b>	<b>941</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>3.964</b>	<b>508</b>	<b>1.388</b>	<b>2.329</b>

Nguồn: GMD, dự báo của Vietcap. \*Tính toán lợi nhuận cốt lõi loại trừ tác động từ việc thoái vốn khỏi công và các khoản thu nhập/lỗ khác. \*\*DPS dự kiến được công bố cho năm tài chính (trong đó, sẽ được thanh toán vào năm sau).

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Hoàng Gia Huy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,  
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,  
Tầng 1&3,  
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (417)

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,  
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (400)

#### Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,  
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN  
+84 24 6262 6999

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Research Team:** +84 28 3914 3588  
research@vietcap.com.vn

#### Hoàng Nam

**Giám đốc, ext 124**  
nam.hoang@vietcap.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

**Huỳnh Thị Hồng Ngọc,**  
**Trưởng phòng, ext 138**  
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364  
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

#### Vĩ mô

**Hoàng Thúy Lương**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 368**  
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

#### Hàng tiêu dùng

**Hoàng Nam**  
**Giám đốc, ext 124**  
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185  
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538  
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

#### Dầu khí, Điện và Nước

**Đinh Thị Thùy Dương**  
**Phó Giám đốc, ext 140**  
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135  
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181  
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

#### Bất động sản

**Lưu Bích Hồng**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 120**  
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149  
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

#### Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

**Nguyễn Thảo Vy**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 147**  
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 116  
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

#### Khách hàng cá nhân

**Vũ Minh Đức**  
**Phó Giám đốc, ext 363**  
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129  
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366  
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365  
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

**Tuan Nhan**  
**Giám đốc điều hành**  
**Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng**  
**tổ chức**  
+84 28 3914 3588, ext 107  
tuan.nhan@vietcap.com.vn

**Châu Thiên Trúc Quỳnh**  
**Giám đốc điều hành**  
**Khối Môi giới trong nước**  
+84 28 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vietcap.com.vn

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.