

## CTCP Gemadept (HSX: GMD) CHỜ ĐỢI CÁC DỰ ÁN ĐẦU TƯ MỚI

- Hoạt động khai thác cảng của GMD đối mặt với thách thức trong ngắn hạn khi các cảng lớn đã vượt công suất và áp lực cạnh tranh gia tăng.
- LN ròng giai đoạn 2025-2026 dự kiến tăng lần lượt tăng 12.8%/8.5% svck, nhờ Nam Đình Vũ GD3 và kế hoạch bổ sung đội tàu ở mảng logistics.
- Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho GMD với giá mục tiêu 67,400 đ/cp.

### Căng thẳng thương mại gia tăng khiến hoạt động kinh doanh cốt lõi đối mặt nhiều thách thức

Đứng trước những bất ổn xung quanh tình hình thuế quan của Mỹ, hoạt động thương mại trên thế giới dự kiến sẽ chậm lại trong nửa đầu năm 2025. Ngoài ra với việc nhu cầu tiêu dung tại các thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam, bao gồm Mỹ, Trung Quốc và khu vực EU vẫn phục hồi chậm và ở mức thấp, chúng tôi đánh giá tăng trưởng hoạt động xuất nhập khẩu sẽ chậm lại và tăng 9-10% svck trong 2025.

### Các cảng của GMD đã vượt công suất và áp lực cạnh tranh gia tăng

Đối với khu vực Hải Phòng, cảng Nam Đình Vũ hiện đã vượt công suất và sẽ phải đối mặt với áp lực cạnh tranh gia tăng khi nguồn cung từ các bến cảng mới tại cụm cảng Lạch Huyện đi vào hoạt động. Tương tự, tại khu vực Cái Mép – Thị Vải, cảng Gemalink đã vượt công suất trong 2024 do đó tăng trưởng sản lượng tại khu vực này sẽ tăng trưởng chậm lại svck. Tuy nhiên khi các dự án mở rộng bến cảng mới hoàn thành sẽ giúp gia tăng vị thế cạnh tranh của GMD.

### Lợi nhuận ròng dự báo tăng 12.8%/8.5% trong 2025-26

Chúng tôi ước tính sản lượng thông qua hệ thống (không bao gồm Gemalink) sẽ tăng nhẹ 5.4% svck trong 2025 trước khi bật tăng 16.5% svck trong 2026, qua đó đưa doanh thu tăng 16.1% svck ở năm 2025 và tăng 13.5% svck năm 2026. Lợi nhuận từ LD, LK tăng nhẹ 6.2% trong 2025 và bật tăng 12.6% svck trong 2026 khi đóng góp từ Gemalink cải thiện mạnh 16.6% svck trong 2026. Qua đó lợi nhuận ròng của GMD tăng lần lượt 12.8% / 8.5% svck trong 25-26.

### Khuyến nghị **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu 67,400 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi định giá cổ phiếu GMD dựa trên phương pháp định giá từng phần, với mức giá mục tiêu là 67,400 đồng/cổ phiếu. Do hoạt động kinh doanh cốt lõi của GMD còn đối mặt nhiều thách thức trong ngắn hạn và tiềm năng tăng giá hạn chế, chúng tôi khuyến nghị Trung lập đối với cổ phiếu GMD. Về dài hạn, triển vọng tăng trưởng của GMD sẽ phụ thuộc vào các dự án đầu tư mới với thời điểm khai thác bắt đầu vào Q4/25 và Q4/26.

Chỉ tiêu tài chính	Dec-23	Dec-24	Dec-25	Dec-26
Doanh thu thuần	3,846	4,832	5,612	6,371
Lợi nhuận ròng	2,238	1,441	1,625	1,764
Tăng trưởng doanh thu thuần	-1%	26%	16%	14%
Tăng trưởng LN ròng	125%	-36%	13%	9%
Biên LN gộp	46%	45%	50%	48%
Biên EBITDA	39%	36%	37%	38%
ROAE	29%	16%	15%	16%
ROAA	19%	12%	11%	10%
EPS (VND/cổ phiếu)	7,207	3,482	3,926	4,261
BVPS (VND/cổ phiếu)	23,509	33,222	33,865	36,578

Nguồn: GMD, MBS Research dự phóng

### TRUNG LẬP

#### Giá mục tiêu

67,400VND

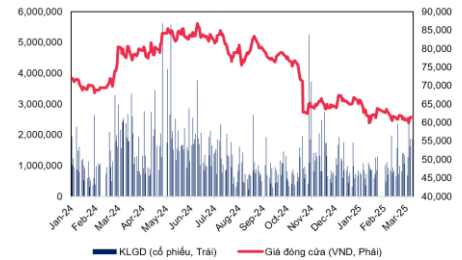
Tiềm năng tăng giá

13.1%

#### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/A

#### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinproX, MBS Research

Giá thị trường (VND)	58,100
Cao nhất 52 tuần (VND)	72,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	58,100
Vốn hóa (tỷ VND)	25,505
P/E (TTM)	13.5
P/B	1.85
Thị suất cổ tức (%)	4
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	42.9

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

#### Cơ cấu sở hữu (%)

Công ty TNHH SSSJ Consulting	
VN	7.2
Quỹ ETF DCVFMVN DIAMOND	5.4
Lê Thúy Hương	4.9
ReCollection Pte.Ltd	3.3

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

#### Chuyên viên phân tích

##### Võ Đức Anh

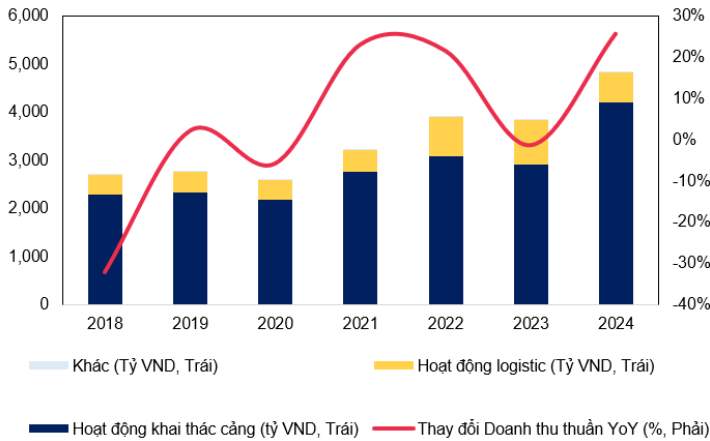
Anh.voduc@mbs.com.vn

## Tổng quan doanh nghiệp và KQKD 2024

CTCP Gemadept (HOSE: GMD) có tiền thân là CTCP Đại lý Liên hiệp Vận chuyển, được thành lập vào năm 1990. GMD là doanh nghiệp đầu tiên đưa dịch vụ container vào Việt Nam và kết nối những tuyến hàng hải để đưa hàng hóa Việt Nam đến với thị trường quốc tế. GMD là công ty niêm yết duy nhất sở hữu và khai thác hệ thống cảng trải dài từ Bắc vào Nam, cung cấp nhiều dịch vụ đa dạng trong các lĩnh vực cảng, logistic, lâm nghiệp và bất động sản.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu của GMD trong giai đoạn 2018- 2024

(Đơn vị: Tỷ VND)



Nguồn: GMD, MBS Research

Hình 2: Các hoạt động kinh doanh của GMD



Nguồn: GMD

Hiện tại GMD là một trong những doanh nghiệp hàng đầu về khai thác Cảng biển và logistic tại Việt Nam với sản lượng hàng hóa thông qua các cảng của doanh nghiệp đạt hơn 4.4 triệu TEUs trong năm 2024. Theo kết quả kinh doanh năm 2024 của GMD, doanh thu của hoạt động khai thác cảng và hoạt động logistic chiếm lần lượt 86.9% và 13.1% doanh thu thuần, với tốc độ tăng trưởng kép CAGR của doanh thu khai thác cảng đạt 9.1% trong giai đoạn từ 2018-2024. GMD hiện sở hữu 6 cảng biển và 6 trung tâm logistic, đặc biệt là cảng nước sâu GEMALINK có thể đón được tàu thế hệ Megaship lớn nhất hiện nay, với tổng công suất thiết kế lên tới 3 triệu TEUs.

Hình 3: Danh sách các cảng của GMD và công suất thiết kế

Khu vực	Vị trí	Tên cảng	Công suất thiết kế (TEUs/năm)	Cỡ tàu tiếp nhận
Miền Nam	Bà Rịa - Vũng Tàu	Gemalink	3,000,000	Tối đa 250,000 DWT
	TP. Hồ Chí Minh	Bình Dương	800,000	Tối đa 30,000 DWT
		Phước Long ICD	500,000	
Miền Bắc	Hải Phòng	Nam Đình Vũ	1,200,000	48,000 DWT
	Hải Phòng	Nam Hải ICD		
Miền Trung	Quảng Ngãi	GMD Dung Quất	2 triệu tấn hàng rời/năm	Tối đa là 70,000 DWT

Nguồn: GMD, MBS Research

Hình 4: So sánh kết quả kinh doanh Q4/2024 và cả năm 2024 (Đơn vị: tỷ VND)

Chỉ số KQKD	Q4/2024	So với quý trước (%)	svck (%)	2024	svck (%)	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>1,412</b>	<b>11.7%</b>	<b>36.6%</b>	<b>4,832</b>	<b>25.7%</b>	
- Khai thác cảng	1,277	16.6%	54.8%	4,201	44.4%	Hoạt động cốt lõi của GMD tiếp tục duy trì tăng trưởng tích cực nhờ tình hình kinh tế vĩ mô cải thiện, hoạt động thương mại tiếp tục phục hồi giúp tổng sản lượng thông qua hệ thống đạt 4.44 triệu TEUs (+47%svck), trong đó cảng Nam Đình Vũ vượt 8.3% so với công suất thiết kế.
- Hoạt động logistic, thuê văn phòng, khác	135	-2.6%	-35.5%	632	-32.5%	Doanh thu từ hoạt động logistic của GMD tiếp tục ghi nhận sự suy giảm chủ yếu do doanh nghiệp tái ký hợp đồng cho thuê tàu với giá cước cho thuê giảm mạnh so với giá cho thuê trước đó tại năm 2022.
<b>LN gộp</b>	<b>629</b>	<b>14.4%</b>	<b>47.8%</b>	<b>2,162</b>	<b>54.7%</b>	
- Khai thác cảng	578	-0.9%	75.3%	1,965	54.7%	
- Hoạt động logistic, thuê văn phòng, khác	51	255.5%	-46.5%	435	-61.1%	
<b>Biên LN gộp</b>	<b>44.6%</b>	<b>0.0%</b>	<b>3.4%</b>	<b>44.7%</b>	<b>-1.5%</b>	
- Khai thác cảng	45.2%	-8.0%	5.3%	46.8%	3.1%	
- Hoạt động logistic, thuê văn phòng, khác	38.1%	61.9%	-26.2%	31.2%	-22.9%	
<b>Chi phí BH &amp; QLDN</b>	<b>270</b>	<b>48.5%</b>	<b>-2.1%</b>	<b>816</b>	<b>23.4%</b>	
<b>Thu nhập tài chính</b>	<b>29</b>	<b>532.0%</b>	<b>20.9%</b>	<b>418</b>	<b>-78.5%</b>	Thu nhập tài chính giảm mạnh do trong 2023 GMD ghi nhận lợi nhuận từ thoái vốn cảng Nam Hải Đình Vũ.
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>16</b>	<b>-68.3%</b>	<b>-37.2%</b>	<b>150</b>	<b>-2.9%</b>	
- Chi phí lãi vay	33	-4.1%	-12.9%	139	3.3%	
<b>LN từ DN LD, LK</b>	<b>313</b>	<b>40.9%</b>	<b>124.5%</b>	<b>816</b>	<b>197.4%</b>	Trong 2024, cảng Gemalink đã vượt 10% công suất thiết kế, ngoài ra KQKD khả quan của SCS đã đóng góp vào đà tăng mạnh của GMD.
<b>LN trước thuế</b>	<b>351</b>	<b>-29.9%</b>	<b>38.6%</b>	<b>2,080</b>	<b>-33.9%</b>	
<b>LN ròng</b>	<b>235</b>	<b>-30.0%</b>	<b>104.3%</b>	<b>1,459</b>	<b>-35.2%</b>	Tuy nhiên do DN ghi nhận thu nhập khác ròng khoảng 333.7 tỷ đồng trong quý 4 đã kéo giảm LN ròng của GMD trong Q4/24, qua đó khiến LN ròng cả năm 2024 sụt giảm 35.2% svck.

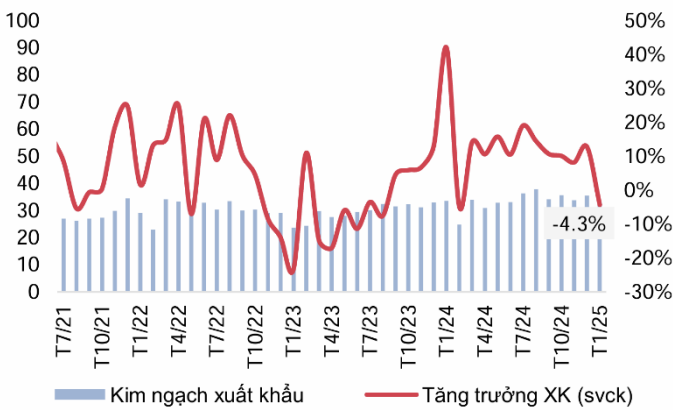
Nguồn: GMD, MBS Research

**Hoạt động kinh doanh cốt lõi gặp nhiều áp lực từ cạnh tranh gia tăng trong ngắn hạn, tuy nhiên động lực tăng trưởng trung – dài hạn vẫn được duy trì nhờ mở rộng công suất ở các cảng lớn**

**Căng thẳng thương mại leo thang khiến hoạt động thương mại chậm lại**

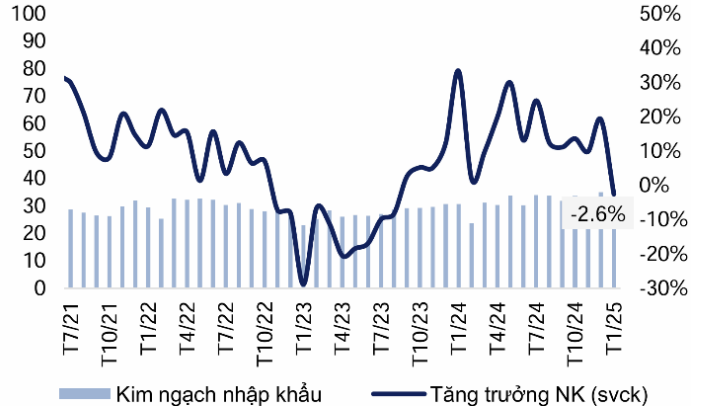
Theo số liệu của Tổng cục Thống kê công bố ngày 6/2/2025, trong tháng 1, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu hàng hóa của Việt Nam đạt 63.15 tỷ USD, giảm 10.5% so với tháng trước và giảm 3.5% so với cùng kỳ năm trước, trong đó xuất khẩu giảm 4.3%, nhập khẩu giảm 2.6%. Tốc độ tăng trưởng xuất khẩu giảm một phần do mức nền cao của năm ngoái (Kim ngạch xuất khẩu tháng 1/2024 đạt 33.57 tỷ USD), một phần do trùng với dịp nghỉ Tết Nguyên đán nên hải quan và các doanh nghiệp nghỉ khiến khối lượng hàng xuất khẩu giảm. Về thị trường xuất khẩu, Hoa Kỳ là thị trường lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch ước đạt 9.8 tỷ USD (giảm 2.1% svck), xuất khẩu sang EU giảm 12.6% svck, đạt 4 tỷ USD trong khi đó kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc đạt 5.8 tỷ USD (tăng 25.2% svck).

Hình 5: Kim ngạch xuất nhập khẩu theo tháng (Tỷ USD)



Nguồn: Tổng cục Thống kê, MBS Research

Hình 6: Kim ngạch nhập khẩu hàng hóa qua các tháng (tỷ USD)



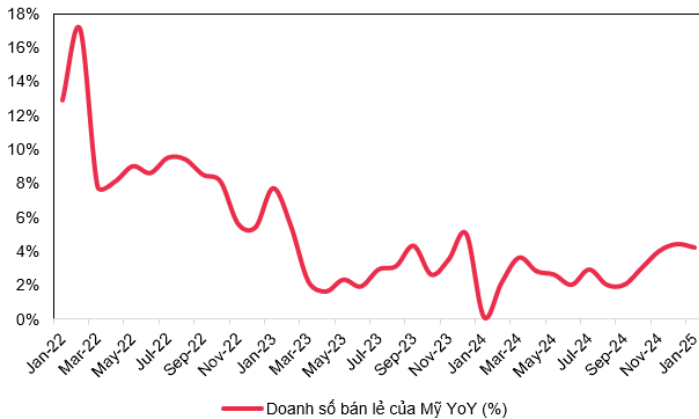
Nguồn: Tổng cục thống kê, MBS Research

Năm 2025, chúng tôi đánh giá hoạt động xuất khẩu của Việt Nam sẽ đối mặt với nhiều thách thức từ những căng thẳng thương mại tại các nước lớn như Mỹ, EU và Trung Quốc khi các chính sách thuế mới của Mỹ được áp dụng. Vừa qua tổng thống Mỹ Donald Trump đã chính thức áp thuế 25% đối với các sản phẩm nhập khẩu từ Canada và Mexico, trong đó ông cũng sử dụng mức thuế 20% với sản phẩm từ Trung Quốc (so với mức 10% được áp dụng trước đó) Ngoài ra, ông Trump cũng cho biết chính quyền của ông sẽ sớm công bố mức thuế 25% đối với toàn bộ hàng nhập khẩu từ Liên Minh Châu Âu (EU). Chúng tôi đánh giá hoạt động thương mại toàn cầu sẽ chậm lại trong nửa đầu năm 2025, do:

- (1) Xu hướng tích trữ hàng tồn kho chuẩn bị cho chính sách thuế mới của Mỹ khiến một số đơn hàng trong năm 2025 được đẩy sớm lên khiến thị trường cần một khoảng thời gian để tiêu thụ số lượng hàng hóa trên, khi mức tăng trưởng nhu cầu tiêu dung tại nước này vẫn chậm. Với những bất định xung quanh chính sách thuế mới của Hoa Kỳ, chúng tôi đánh giá các nhà sản xuất, các nhà bán lẻ tại đây sẽ chờ đợi những quyết định chính thức từ Nhà Trắng và theo dõi tình hình tiêu thụ tại đây, trước khi đưa ra quyết định nhập khẩu lượng hàng hóa mới.

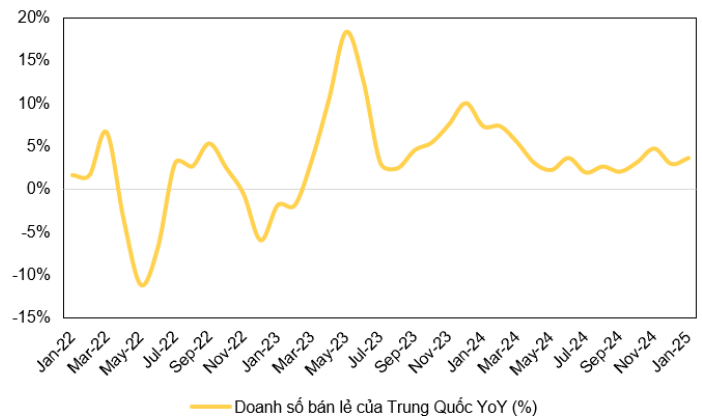
(2) Ngoài ra, với việc Mỹ áp dụng thuế lên thị trường xuất khẩu lớn thứ hai của Việt Nam, là Trung Quốc, sẽ khiến áp lực cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam tăng lên trong ngắn hạn. Do nhu cầu tiêu thụ trong nước ở Trung Quốc vẫn còn yếu thể hiện qua doanh số bán lẻ tại nước này vẫn hồi phục chậm, khiến lượng hàng hóa không xuất khẩu được sang Mỹ thay vì giữ lại để tiêu dùng trong nước thì sẽ bị xuất khẩu sang các thị trường khác, trong đó có khu vực EU – một trong những thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam.

Hình 7: Thay đổi doanh số bán lẻ Mỹ theo năm



Nguồn: FED, MBS Research

Hình 8: Thay đổi doanh số bán lẻ Trung Quốc theo năm



Nguồn: Investing, MBS Research

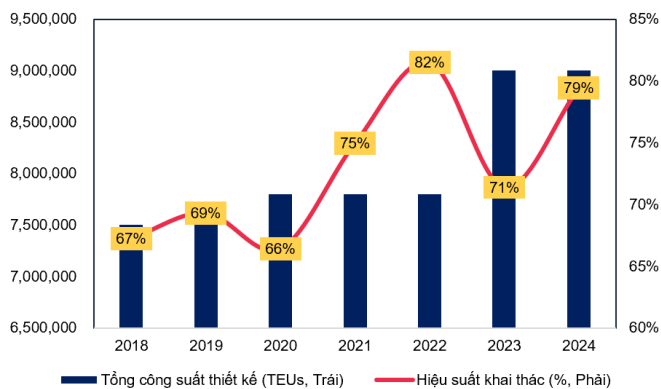
Chúng tôi dự báo xuất khẩu sẽ tăng trưởng 9 - 10% trong năm 2025 - thấp hơn mức 14.3% của 2024 do:

- (1) Hoạt động Xuất khẩu đã hồi phục đáng kể trong năm ngoái tạo nên mức nền cao.
- (2) Xuất khẩu của Việt Nam trong năm nay vẫn phải đối mặt với nhiều thách thức như: nhu cầu về linh kiện điện tử yếu trong ngắn hạn, trong khi các thị trường lớn như Mỹ đang tăng cường rào cản thuế quan và áp dụng các biện pháp bảo hộ mới với các chính sách khó đoán định có thể làm gián đoạn chuỗi giá trị toàn cầu.
- (3) Việt Nam vẫn có khả năng bị Mỹ áp thuế khi là nước có thặng dư thương mại lớn thứ 3 với Mỹ với mức thặng dư đạt 123.5 tỷ vào năm 2024.

### Động lực tăng trưởng ở khu vực Hải Phòng đến từ Nam Đình Vũ GD3

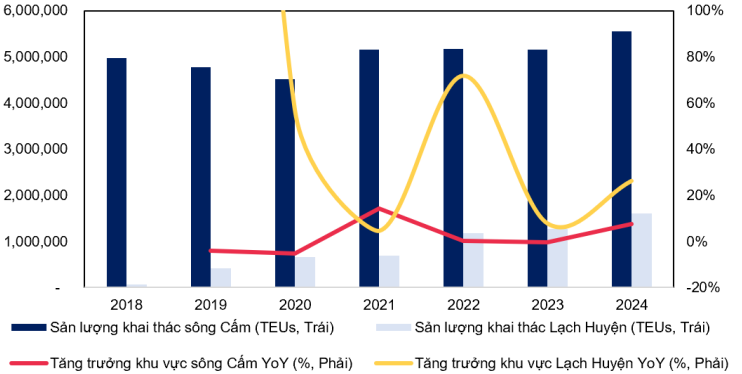
Trong các năm gần đây, tuy nhu cầu khai thác container tại khu vực Hải Phòng liên tục tăng trưởng nhưng chủ yếu tập trung tại cảng nước sâu Lạch Huyện. Đối với nhóm cảng tại khu vực sông Cấm, sản lượng container qua khu vực này có mức tăng không tương ứng so với mức tăng trưởng về nguồn cung. Theo ước tính, sản lượng hàng hóa thông qua khu vực này chỉ tăng 1.1%/năm trong giai đoạn 2018-2023, trong khi nhiều cảng tại khu vực sông Cấm tiếp tục tiến hành mở rộng công suất (như cảng VIMC, Mipec và Nam Đình Vũ giai đoạn 2 và 3), qua đó khiến tình trạng dư cung ở khu vực này trở nên trầm trọng hơn.

Hình 9: Công suất các cảng tại Hải Phòng giai đoạn 2018-2024



Nguồn: VPA, MBS Research

Hình 10: Sản lượng hàng container tại khu vực Hải Phòng giai đoạn 2018-2024



Nguồn: MBS Research

Trong 2024, cảng Nam Đình Vũ, ước tính đạt 140,000 TEUs mỗi tháng trong quý cuối năm 2024, sản lượng hàng thông qua cảng Nam Đình Vũ đã đạt 1,300,000 TEUs trong năm 2024, tăng mạnh 86.9% svck và vượt 8.3% so với công suất thiết kế chỉ sau một năm đi vào khai thác. Tuy nhiên, hoạt động khai thác của các cảng của GMD tại khu vực Hải Phòng sẽ đối mặt nhiều thách thức khi các dự án bến cảng mới của cụm cảng Lạch Huyện đi vào khai thác. Bốn bến cảng mới ở Lạch Huyện dự kiến đều đi vào hoạt động ở nửa đầu năm 2025, bao gồm dự án bến 3,4 cảng Lạch Huyện cung cấp thêm 1.1 triệu TEUs dự kiến đi vào khai thác trong T2/2025 và dự án bến 5,6 cảng Lạch Huyện cung cấp thêm 1.8 triệu TEUs dự kiến đi vào khai thác trong Q1/2025, tổng cộng giúp nâng công suất của cụm cảng này lên gấp 3 lần qua đó khiến áp lực cạnh tranh tại khu vực này sẽ gia tăng.

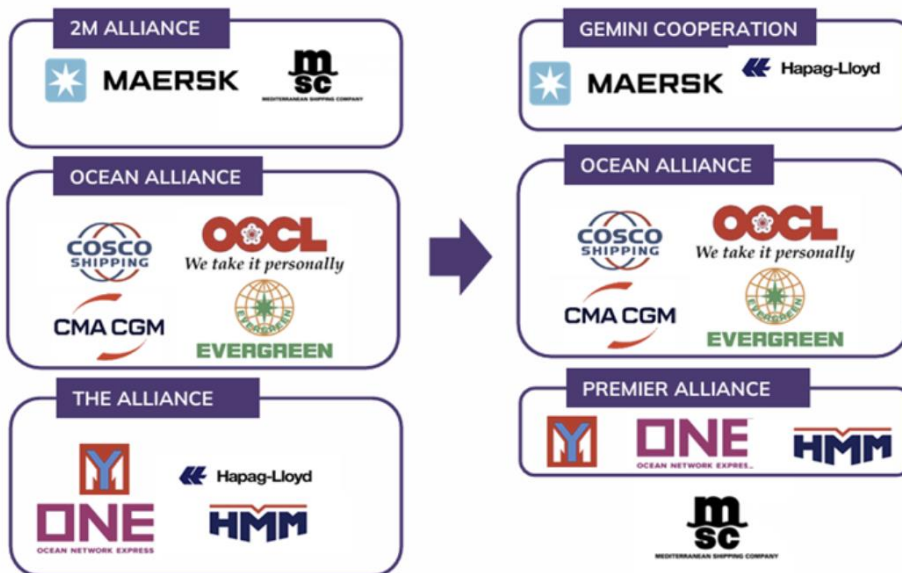
Hình 11: Các dự án mở rộng công suất cảng tại Hải Phòng

Cảng biển	Chủ đầu tư	Vốn đầu tư	Công suất thiết kế (TEUs/năm)	Thời gian dự kiến khai thác
Lạch Huyện bến số 3,4	CTCP Cảng Hải Phòng	6,900	1,100,000	Q1/2025
Lạch Huyện bến số 5,6	CTCP Tập đoàn Hateco	8,900	1,800,000	Q1/2025
Lạch Huyện bến số 7,8	Tổng CT Tân Cảng Sài Gòn	12,800	1,900,000	Giai đoạn 1 (1.1 triệu TEUs/năm) khai thác từ 2027

Nguồn: MBS Research

Ngoài ra vào đầu năm 2025, việc thay đổi liên minh các hãng tàu sẽ tác động tới chuỗi cung ứng toàn cầu và việc phân bổ lại công suất của các hãng tàu, qua đó các hãng tàu sẽ phải định vị lại các cảng trung chuyển để phù hợp với liên minh mới. Đặc biệt hãng tàu lớn nhất thế giới - MSC sẽ chuyển hàng của mình từ cảng Nam Đình Vũ sang bến 3,4 cảng Lạch Huyện, được vận hành bởi liên doanh giữa CTCP Cảng Hải Phòng – PHP và Terminal Investment Limited – một công ty con của MSC. Theo ước tính, sản lượng hàng hóa của MSC chiếm khoảng 17% số lượng hàng hóa thông qua cảng Nam Đình Vũ.

Hình 12: Thay đổi cấu trúc liên minh các hãng tàu từ năm 2025

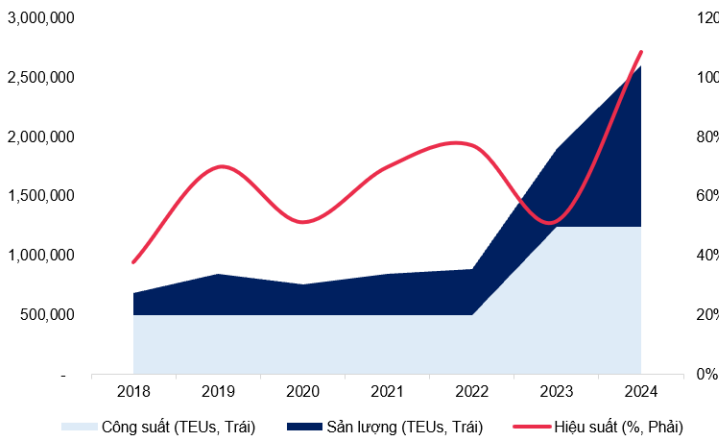


Nguồn: Drewry

Tuy nhiên chúng tôi đánh giá về trung và dài hạn sẽ không ảnh hưởng quá nhiều lên hoạt động kinh doanh của GMD tại khu vực này, do:

- (1) Hai cảng Lạch Huyện và Nam Đình Vũ phục vụ các tệp khách hàng khác nhau, khi cảng Lạch Huyện hướng tới phục vụ các tàu mẹ với trọng tải lớn (tối đa 100,000 DWT) và đi các tuyến đường dài thì cảng Nam Đình Vũ của GMD lại tập trung vào các tàu có trọng tải ở mức thấp hơn (tối đa 48,000 DWT) và đi các tuyến nội Á.
- (2) Cảng Nam Đình Vũ hiện sở hữu nhiều lợi thế về vị trí địa lý như việc cảng Nam Đình Vũ nằm ở cửa ngõ ra biển Đông và gần với kho chứa hàng, kết hợp với sở hữu chiều dài cầu cảng lớn nhất trong khu vực (có thể tiếp nhận tới 4 tàu feeder cùng một lúc. Đặc biệt, dự án nâng cấp luồng kênh Hà Nam hoàn thành giúp doanh nghiệp có thể tiếp nhận những tàu có trọng tải lớn (tối đa 48,000 DWT) cũng như giảm bớt thời gian và chi phí vận chuyển, qua đó giúp tăng cường lợi thế cạnh tranh của cảng Nam Đình Vũ so với các cảng khác trong khu vực.
- (3) Trong thời gian gần đây, doanh nghiệp vừa chào đón tuyến dịch vụ mới CKV2 với tàu SITC MACAO từ hãng tàu SITC vào ngày 10/1 vừa qua, đánh dấu nỗ lực của doanh nghiệp trong việc thay thế sản lượng hàng hóa từ hãng tàu MSC khi hãng này dịch chuyển sang bến 3,4 cảng Lạch Huyện. Do đó chúng tôi kỳ vọng trong dài hạn, sản lượng hàng hóa thông qua cảng Nam Đình Vũ vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng.

**Hình 13: Hiệu suất cảng Nam Đình Vũ từ 2018-2024**



Nguồn: GMD, MBS Research

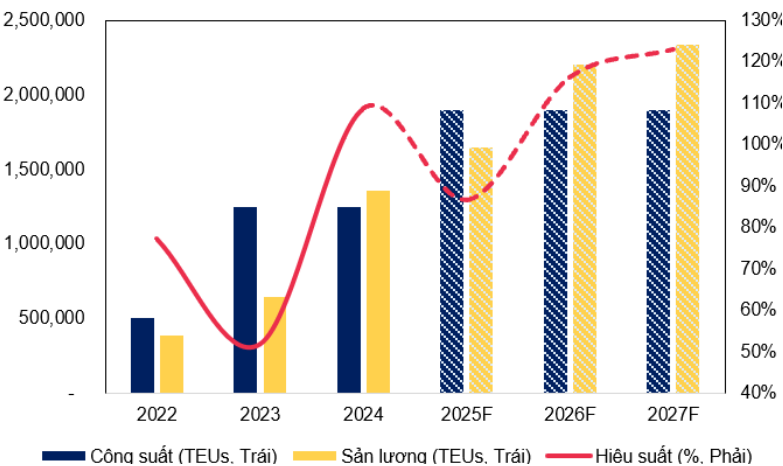
**Hình 14: Vị trí đoạn luồng thực hiện nâng cấp sau khi kênh Hà Nam hoàn thành**



Nguồn: Báo giao thông

Để gia tăng lợi thế cạnh tranh tại khu vực sông Cấm, GMD đang tập trung thi công dự án Nam Đình Vũ giai đoạn 3, dự án đã bắt đầu thi công từ T10/2024, và chúng tôi dự kiến sẽ có thể bắt đầu khai thác vào cuối năm 2025. Dự án này sẽ giúp cảng Nam Đình Vũ của GMD nâng tổng công suất lên khoảng 2,000,000 TEUs (từ khoảng 1,200,000 TEUs trong năm 2024), và mở rộng chiều dài cầu cảng tăng số lượng tàu có thể tiếp đón cùng lúc (tăng lên 4 tàu feeder cùng lúc), qua đó giúp cảng Nam Đình Vũ tiếp tục khẳng định vị thế là cảng sông lớn nhất trong khu vực. Chúng tôi dự phóng sản lượng container qua cảng Nam Đình Vũ sẽ tăng 14.6% lên mức 1.6 triệu TEUs trong 2025 và tăng mạnh 40.1% lên mức 2.2 triệu TEUs trong năm 2026.

**Hình 15: Sản lượng container thông qua và hiệu suất cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2018 – 2027F**



Nguồn: GMD, MBS Research



Hình 16: Thông tin dự án mở rộng cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3

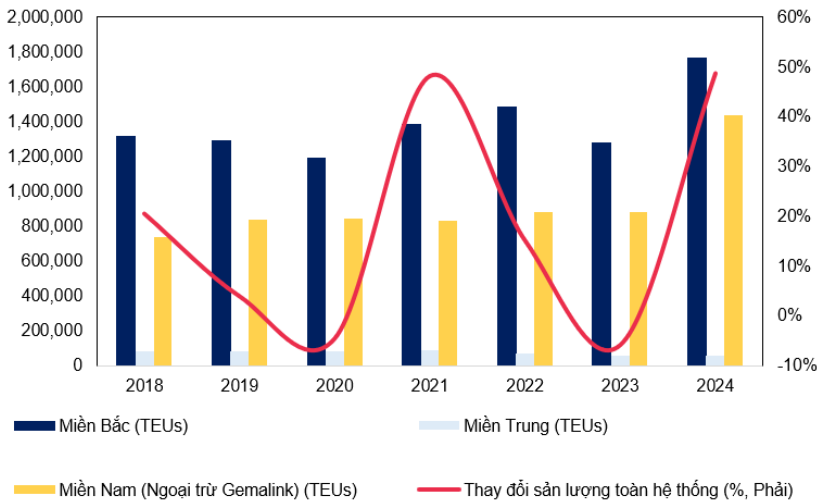


Nguồn: GMD

**Tập trung gia tăng vị thế cạnh tranh qua việc phát triển cảng Gemalink thành cảng nước sâu lớn nhất khu vực Cái Mép – Thị Vải**

Trong 2024, tổng lượng hàng qua khu vực miền Nam đạt 3,088,000 TEUs, theo chúng tôi ước tính cụm cảng Phước Long ICD và cảng Bình Phước hiện đã vượt 10.6% công suất thiết kế và cảng GEMALINK giai đoạn 1 cũng vượt 10% so với công suất so với thiết kế. Do những thách thức xoay quanh tình hình thương mại thế giới, chúng tôi đánh giá sản lượng hàng hóa thông qua khu vực này của GMD sẽ không tăng trưởng mạnh mẽ như năm 2024 mà sẽ chỉ ở mức 5% svck trong năm 2025.

Hình 17: Sản lượng hàng hóa thông qua GMD theo khu vực giai đoạn 2018 – 2024



Nguồn: GMD, MBS Research

Tuy nhiên dựa trên quy hoạch phát triển cảng biển đến năm 2030, chúng tôi tin rằng khu vực Cái Mép -Thị Vải, với lợi thế là cụm cảng nước sâu tự nhiên, sẽ tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong việc thu hút các hãng tàu lớn, qua đó thúc đẩy tăng trưởng khối lượng hàng hóa thông qua các cảng tại khu vực này.

**Hình 18: Tổng hợp các cảng và cổ đông chiến lược tại khu vực Cái Mép – Thị Vải**

Cảng	Cổ đông nội	Cổ đông ngoại	Hãng tàu
CMIT	VIMC, Cảng Sài Gòn	AOM Terminals	Maersk
SSIT	VIMC, Cảng Sài Gòn	SSA Holdings Intl.	MSC
TCIT	Tân Cảng Sài Gòn	Wan Hai, Hanjin, Mitsui O.S.K	Wan Hai, Hanjin, Mitsui O.S.K
Gemalink	Gemadep	CMA Terminals	CMA - CGM
SP-PSA	VIMC, Cảng Sài Gòn	PSA International	MSC

Nguồn: FiinRatings, MBS Research

**Hình 19: Các cảng tại khu vực Cái Mép Thị Vải**


Nguồn: MBS Research

Đón đầu xu hướng tăng kích cỡ tàu của các hãng vận tải lớn trên thế giới, GMD hiện đang tập trung cải thiện và phát triển cảng Gemalink trở thành cảng nước sâu lớn nhất khu vực, dự kiến việc hoàn thành giai đoạn 2 của cảng Gemalink sẽ tiếp tục gia tăng lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp so với các bến cảng khác trong khu vực. Theo doanh nghiệp chia sẻ, hiện GMD đang hoàn thiện các bước chuẩn bị để tiến hành dự án mở rộng cảng Gemalink giai đoạn 2A và 2B:

- (1) **Gemalink giai đoạn 2A:** Giai đoạn này giúp tổng công suất cảng tăng thêm 600.000 TEU và mở rộng bến cảng, tăng khả năng tiếp đón lên tới 2 tàu mẹ (chiều dài 800m) cùng lúc. Hiện doanh nghiệp đang hoàn thiện các bước pháp lý, dự kiến tiến hành khởi công vào Q4/25 và bắt đầu khai thác từ Q4/26.
- (2) **Gemalink giai đoạn 2B:** Giai đoạn này sẽ giúp nâng tổng công suất cảng thêm 900,000 TEUs, qua đó nâng tổng công suất toàn cảng Gemalink lên khoảng 3,000,000 TEUs. Doanh nghiệp dự kiến sẽ tiến hành thi công khi giai đoạn 2A của Gemalink đạt 70% công suất thiết kế, dự kiến có thể bắt đầu khai thác từ Q4/2028.

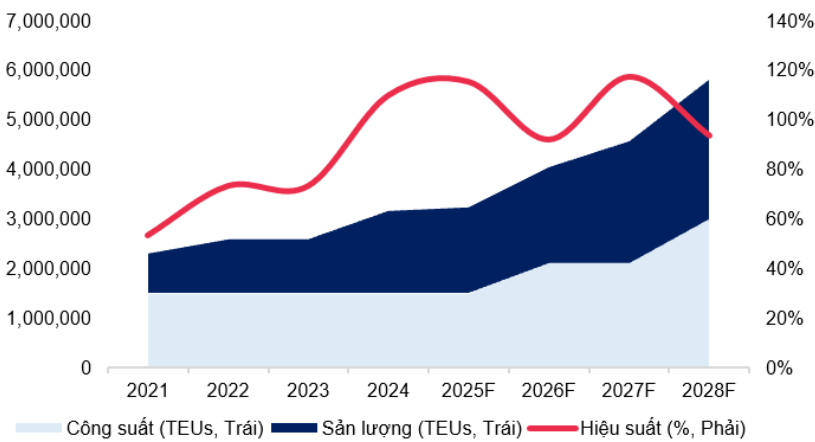
Hình 20: Thông tin dự án mở rộng cảng GEMALINK giai đoạn 2A và 2B



Nguồn: GMD

Khi hoàn thành dự án Gemalink giai đoạn 2, dự kiến sẽ giúp nâng tổng công suất thêm 1,500,000 TEUs, qua đó đưa Gemalink trở thành bến cảng lớn nhất khu vực Cái Mép – Thị Vải, gia tăng lợi thế cạnh tranh cho GMD. Ngoài ra, CMA-CGM, đối tác chính của cảng Gemalink, vẫn duy trì vai trò của mình trong liên minh Ocean Alliance, thỏa thuận này được gia hạn đến năm 2032, qua đó giúp duy trì lượng hàng container ổn định thông qua cảng Gemalink trong trung và dài hạn. Chúng tôi dự phóng sản lượng container qua cảng GEMALINK sẽ tăng 5% svck lên mức 1.7 triệu TEUs trong 2025 và tiếp tục tăng 11.7% lên mức 1.9 triệu TEUs trong năm 2026.

Hình 21: Hiệu suất cảng GEMALINK từ 2018-2028F



Nguồn: GMD, MBS Research

Liên quan đến Cảng trung chuyển quốc tế Cần giờ, tuy vị trí tương đối gần Gemalink, nhưng chúng tôi đánh giá sản lượng thông qua cảng Gemalink sẽ không bị ảnh hưởng tiêu cực mà thay vào đó về dài hạn, cảng Cần giờ sẽ thúc đẩy tăng trưởng sản lượng container thông qua cảng Gemalink. Do cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ được định hướng trở thành trung tâm vận chuyển và tiếp nhận hàng hóa tàu mẹ (tối đa 250,000 DWT) cho các hãng tàu lớn như MSC, trong khi đó, cảng Gemalink được định vị là cửa ngõ quốc tế, xử lý hàng hóa Xuất Nhập khẩu khi trong 2024, 95% sản lượng hàng hóa thông qua cảng là hàng hóa xuất nhập khẩu trực tiếp và 5% còn lại là lượng hàng trung chuyển từ tàu mẹ. Qua đó, chúng tôi đánh giá khi cảng Cần Giờ đi vào khai thác sẽ không cạnh tranh trực tiếp mà thu hút thêm số lượng hàng hóa thông qua cảng Gemalink.

## Dự báo KQKD giai đoạn 2025 – 2026

Tổng kết lại, chúng tôi đánh giá hoạt động kinh doanh cốt lõi của GMD sẽ đối mặt với những áp lực trong ngắn hạn khi:

- (1) Tăng trưởng sản lượng hàng hóa thông qua toàn hệ thống chậm lại khi các cảng lớn của GMD đã vượt công suất và căng thẳng thương mại trên thế giới gia tăng.
- (2) Áp lực cạnh tranh tại cụm cảng khu vực Hải Phòng gia tăng trong ngắn hạn khi nguồn cung tăng mạnh do các bến cảng mới của cụm cảng Lạch Huyện đi vào hoạt động trong Q1/2025.

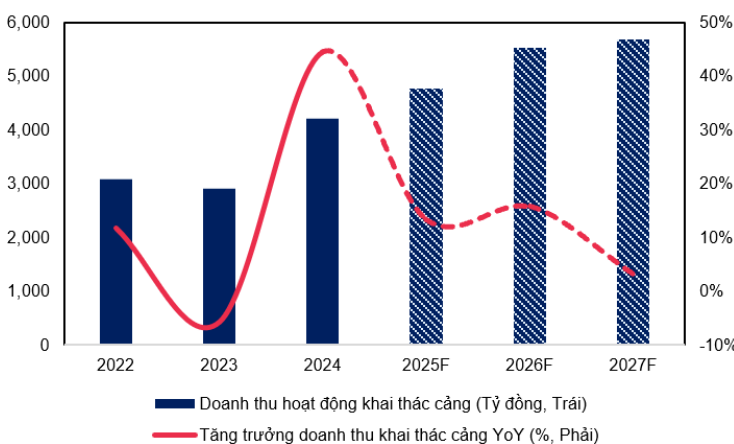
Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá GMD vẫn sẽ tiếp tục duy trì vị thế và tăng trưởng tốt trong trung và dài hạn khi hoàn thành các dự án mở rộng cảng lớn của mình, bao gồm dự án Nam Đình Vũ giai đoạn 3 và dự án Gemalink giai đoạn 2A và 2B.

Các chỉ tiêu KQKD	2024	2025F	%svck	2026F	%svck	Đánh giá
<b>Doanh thu</b>	<b>4,832</b>	<b>5,612</b>	<b>16.1%</b>	<b>6,371</b>	<b>13.5%</b>	
Bao gồm						
- Khai thác cảng	4,201	4,767	13.5%	5,516	15.7%	Tăng trưởng sản lượng qua toàn hệ thống năm 2025 sẽ chậm lại, chỉ tăng nhẹ 5.4% svck, đạt mức 5.1 triệu TEUs và tiếp tục tăng lên gần 6 triệu TEUs, tăng 16.5% svck trong 2026 khi dự án Nam Đình Vũ giai đoạn 3 đi vào khai. Tuy giá dịch vụ xếp dỡ vẫn giữ nguyên nhưng doanh nghiệp đã tăng giá dịch vụ nâng hạ thêm khoảng 10% svck ở đầu năm 2025 qua đó giúp doanh thu tiếp tục tăng trưởng 2 chữ số.
- Hoạt động logistic, khác	632	846	33.9%	854	1.0%	Dự kiến GMD sẽ tiến hành mua thêm 3 tàu mới trọng tải 1,800 TEUs trong Q2/2025 với mục đích cho thuê định hạn, nâng tổng số tàu trong đội đạt tổng cộng 7 tàu, giúp tăng tổng công suất vận tải lên 8,600 TEUs, tăng gần gấp đôi so với trước đó chỉ khoảng 3,200 TEUs. Qua đó giúp đóng góp thêm khoảng 213 tỷ đồng vào doanh thu logistic.
<b>LN gộp</b>	<b>2,162</b>	<b>2,781</b>	<b>28.7%</b>	<b>3,047</b>	<b>9.6%</b>	
- Khai thác cảng	1,965	2,403	22.3%	2,691	12.0%	
- Hoạt động logistic, khác	197	378	91.6%	356	-5.9%	
<b>Biên LN gộp</b>	<b>44.7%</b>	<b>49.6%</b>	<b>4.8%</b>	<b>47.8%</b>	<b>-1.7%</b>	Chúng tôi đánh giá cả hai mảng kinh doanh của GMD đều được hưởng lợi nhờ giá dầu điều chỉnh giảm, giúp biên LNG cải thiện, nhưng giá dầu, nhiên liệu sẽ phục hồi trở lại trong 2026 khiến biên LNG của 2 mảng này giảm nhẹ svck
- Khai thác cảng	46.8%	50.4%	3.7%	48.8%	-1.6%	
- Hoạt động logistic, khác	31.2%	44.7%	13.5%	41.6%	-3.0%	
<b>Chi phí BH &amp; QLDN</b>	<b>816</b>	<b>1,155</b>	<b>41.5%</b>	<b>1,310</b>	<b>13.4%</b>	
% Chi phí BH & QLDN	16.9%	20.6%	3.7%	21%	0.0%	
<b>Doanh thu tài chính</b>	<b>400</b>	<b>115</b>	<b>-71.2%</b>	<b>131</b>	<b>13.5%</b>	Doanh thu tài chính của GMD giảm mạnh không còn ghi nhận khoản lãi từ việc thoái vốn tại cảng Nam Hải Đình Vũ
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>150</b>	<b>177</b>	<b>17.5%</b>	<b>200</b>	<b>13.2%</b>	
Trong đó: Chi phí lãi vay	139	164	17.6%	186	13.2%	
LN từ các DN LD, LK	816	866	6.2%	976	12.6%	Chúng tôi ước tính LN đóng góp của Gemalink sẽ chỉ tăng nhẹ 1.8% trong 2025 khi tăng trưởng sản lượng chậm lại do đã vượt công suất trong 2025.

- Gemalink	537	547	1.8%	638	16.6%	Chúng tôi ước tính doanh thu của Gemalink sẽ tăng 5% svck lên khoảng 2,630 tỷ đồng trong 2025 và tiếp tục tăng 11.7% svck lên khoảng 2,937 tỷ đồng trong 2026 khi dự án Gemalink 2A đi vào khai thác từ Q4/26, qua đó lần lượt đóng góp vào lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết của GMD 546.8 tỷ đồng, tăng nhẹ 1.8% svck trong 2025 và 637.6 tỷ đồng, tăng 16.6% svck trong 2026.
- CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS)	251	270	7.6%	285	5.4%	
- Khác	28	49	79.9%	53	7.6%	
<b>LN trước thuế</b>	<b>2,061</b>	<b>2,325</b>	<b>12.8%</b>	<b>2,523</b>	<b>8.5%</b>	
<b>LN sau thuế</b>	<b>1,887</b>	<b>2,128</b>	<b>12.8%</b>	<b>2,309</b>	<b>8.5%</b>	
Lợi ích cổ đông thiểu số	446	502	12.8%	545	8.5%	
<b>Lợi nhuận công ty mẹ</b>	<b>1,441</b>	<b>1,625</b>	<b>12.8%</b>	<b>1,764</b>	<b>8.5%</b>	Tổng kết lại, do sản lượng hàng hóa tăng chậm lại trong 2025 và doanh thu tài chính sụt giảm mạnh, tuy nhiên nhờ doanh thu từ hoạt động logistic sẽ giúp LN ròng tăng 12.8% svck và tiếp tục tăng 8.5% svck trong 2026 khi sản lượng phục hồi và LN từ các DN LD, LK phục hồi khi đóng góp từ Gemalink cải thiện trong 2026.
<b>EPS (VNĐ/cp)</b>	<b>3,482</b>	<b>3,926</b>	<b>12.8%</b>	<b>4,261</b>	<b>8.5%</b>	

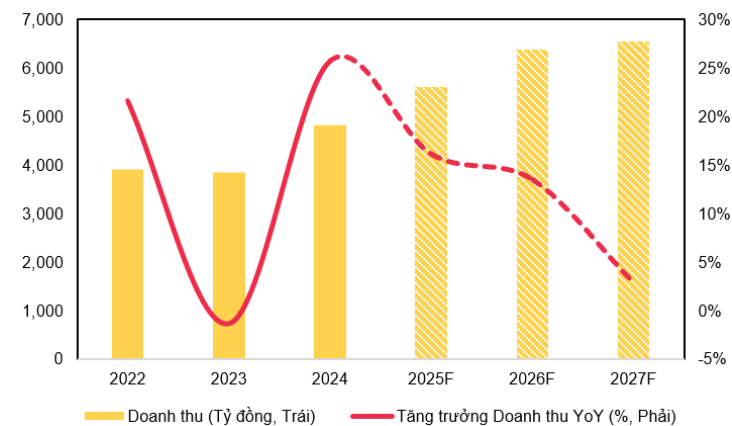
Nguồn: MBS Research dự phỏng

Hình 22: Doanh thu hoạt động khai thác cảng giai đoạn 2018 – 2026F



Nguồn: GMD, MBS Research

Hình 23: Doanh thu của GMD giai đoạn 2018 – 2026F



Nguồn: GMD, MBS Research

## CTCP Gemadept (HSX: GMD)

### Luận điểm đầu tư và định giá

#### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu của GMD là 67,400 đồng/cổ phiếu dựa trên các luận điểm chính:

- Căng thẳng thương mại gia tăng khiến hoạt động kinh doanh cốt lõi đối mặt nhiều thách thức trong ngắn hạn, kết hợp với nhu cầu tiêu dung yếu tại các thị trường xuất khẩu lớn như Mỹ, Trung Quốc và EU khiến hoạt động thương mại chậm lại trong nửa đầu năm 2025.
- Với việc các cảng lớn của GMD đã vượt công suất trong năm 2024 cùng với đó cụm cảng Hải Phòng của GMD sẽ đối mặt với áp lực cạnh tranh gia tăng do bổ sung nguồn cung từ các bến cảng mới của cụm cảng Lạch Huyện.
- Do hoạt động kinh doanh cốt lõi của GMD còn đối mặt nhiều thách thức trong ngắn hạn và tiềm năng tăng giá hạn chế, chúng tôi khuyến nghị Trung lập đối với cổ phiếu GMD. Về dài hạn, triển vọng tăng trưởng của GMD sẽ phụ thuộc vào các dự án đầu tư mới với thời điểm khai thác bắt đầu vào Q4/25 và Q4/26.

#### Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần để xác định giá trị hợp lý của GMD là 67,400 đồng/cổ phiếu (tiềm năng tăng giá 13.1% so với giá đóng cửa ngày 13/03/2025). Do trong ngắn hạn, hoạt động kinh doanh cốt lõi của GMD còn đối mặt nhiều thách thức và tiềm năng tăng giá hạn chế, chúng tôi khuyến nghị Trung lập đối với cổ phiếu GMD.

Hình 24: Tóm tắt định giá

Định giá	
Giá trị VCSH hoạt động cốt lõi (FCFF)	25,558
Giá trị VCSH dự án cao su (BV)	1,324
Giá trị VCSH mảng bất động sản (BV)	1,021
<b>Tổng giá trị VCSH (tỷ đồng)</b>	<b>27,903</b>
Số lượng cp lưu hành (triệu cp)	414
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>67,401</b>
<b>Giá mục tiêu làm tròn</b>	<b>67,400</b>
<b>Upside</b>	<b>13.1%</b>

Nguồn: MBS Research

Hình 25: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	2.7%
Beta	0.9
Phần bù rủi ro thị trường	7.8
Chi phí VCSH	9.7%

Nguồn: MBS Research

Hình 26: WACC và tăng trưởng dài hạn

WACC và tăng trưởng dài hạn	
Chi phí nợ	7%
Mức thuế	20%
WACC	9%
Tăng trưởng dài hạn	1.5%

Nguồn: MBS Research

Hình 27: Dự phóng FCFF hoạt động cốt lõi

Dự phóng FCFF	2025	2026	2027	2028	///	2035
(+) Lợi nhuận sau thuế	2,128	2,309	2,556	2,581		2,534
(+) Chi phí phi tiền mặt	461	661	787	889		1,842
(+) Chi phí lãi vay sau thuế	131	149	162	176		202
(-) Đầu tư TSCĐ	2,961	1,861	1,487	1,589		2,542
(+) Thay đổi VLĐ	272	5	(6)	(4)		(6)
FCFF sau chiết khấu	31	1,160	1,697	1,591		895

Nguồn: MBS Research

Hình 28: Phương pháp định giá FCFF hoạt động kinh doanh cốt lõi

Định giá theo FCFF		
(+) Giá trị hiện tại giai đoạn 2025F-2035F	tỷ đồng	13,028
(+) Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	tỷ đồng	12,323
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	3,660
(-) Nợ	tỷ đồng	2,950
(-) Lợi ích CDTS	tỷ đồng	(502)
Giá trị VCSH hoạt động cốt lõi	tỷ đồng	25,558

Nguồn: MBS Research

## Rủi ro đầu tư

- Tình hình lạm phát tăng trở lại và chiến tranh thương mại giữa các thị trường xuất nhập khẩu lớn của Việt Nam như Mỹ, Trung Quốc và EU kéo dài hơn dự kiến khiến hoạt động thương mại trên thế giới tiếp tục trì trệ, tác động tiêu cực tới hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.
- Tiến độ thi công các dự án quan trọng như Nam Đình Vũ giai đoạn 3 hay Gemalink 2A chậm hơn dự kiến sẽ tác động tiêu cực lên tăng trưởng sản lượng hàng hóa của GMD.

Hình 29: So sánh các doanh nghiệp các ngành

Công ty	Quốc gia	Mã cp	Vốn hóa Triệu USD	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
				2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Cosco Shipping Hold	HK	1919	29,121.1	7.7	#N/A	0.7	#N/A	6.8	#N/A	11.8	#N/A
Westport Holding Berhad	MK	WPRTS	3,469.6	17.2	#N/A	3.8	#N/A	11.8	#N/A	22.5	#N/A
Century Plyboard India Ltd	IN	CPBI	1,838.4	66.9	39.3	6.6	5.8	10.0	14.4	10.4	15.4
Beibu Gulf Port Co., Ltd	CH	000582	2,628.8	15.8	#N/A	1.0	#N/A	3.5	#N/A	6.7	#N/A
Adani Ports & Special Economic Zone Ltd	IN	ADSEZ	28,135.8	23.9	20.5	4.0	3.4	9.9	10.5	17.6	17.8
Xiamen International Airport Co., Ltd	CH	600897	869.8	11.5	#N/A	1.3	#N/A	#N/A	#N/A	11.7	#N/A
Namyong Terminal Pcl	TB	NYT	121.5	8.3	8.3	N/A	#N/A	#N/A	#N/A	14.9	15.4
<b>Trung bình</b>			<b>9,455.0</b>	<b>21.6</b>	<b>22.7</b>	<b>2.9</b>	<b>4.6</b>	<b>8.4</b>	<b>12.5</b>	<b>13.6</b>	<b>16.2</b>
<b>Trung vị</b>			<b>2,628.8</b>	<b>15.8</b>	<b>20.5</b>	<b>2.5</b>	<b>4.6</b>	<b>9.9</b>	<b>12.5</b>	<b>11.8</b>	<b>15.4</b>
<b>CTCP Gemadept</b>	<b>VN</b>	<b>GMD</b>	<b>998.5</b>	<b>17.1</b>		<b>1.9</b>		<b>10.2</b>		<b>12.1</b>	

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD	2024	2025F	2026F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4,832</b>	<b>5,612</b>	<b>6,371</b>
Giá vốn hàng bán	(2,290)	2,957	3,474
Lợi nhuận gộp	2,162	2,781	3,047
Chi phí BH&QLDN	(816)	(1,155)	(1,310)
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>1,345</b>	<b>1,627</b>	<b>1,738</b>
EBITDA thuần	1,751	2,088	2,398
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1,345</b>	<b>1,627</b>	<b>1,738</b>
Thu nhập lãi	400	115	131
Chi phí tài chính	(150)	(177)	(200)
Thu nhập ròng khác	(349)	(107)	(121)
TN từ các Cty LK & LD	816	866	976
<b>LN trước thuế</b>	<b>2,061</b>	<b>2,325</b>	<b>2,523</b>
Thuế TNDN	(174)	197	214
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1,887</b>	<b>2,128</b>	<b>2,309</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(446)	(502)	(545)
<b>LN ròng về công ty mẹ</b>	<b>1,441</b>	<b>1,625</b>	<b>1,764</b>
Chi trả cổ tức	(917)	(1,034)	(1,122)
Lợi nhuận giữ lại	524	591	641
Bảng cân đối kế toán	2024	2025F	2026F
Tiền và tương đương tiền	3,964	3,660	3,925
Đầu tư ngắn hạn	1,021	1,186	1,346
Phải thu khách hàng	599	696	790
Hàng tồn kho	83	88	104
Tổng tài sản ngắn hạn	6,676	6,395	7,033
Tài sản cố định	4,033	6,533	7,733
XDCB dở dang	1,717	3,651	2,263
BDS đầu tư	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	1,674	1,356	1,539
Đầu tư vào Cty LD, LK	3,841	3,141	4,994
Phải thu dài hạn	45	52	59
Tổng tài sản dài hạn	11,310	14,732	16,589
<b>Tổng tài sản</b>	<b>17,986</b>	<b>21,127</b>	<b>23,622</b>
Vay & nợ ngắn hạn	422	650	738
Phải trả người bán	462	837	950
Phải trả ngắn hạn khác	382	673	764
Tổng nợ ngắn hạn	2,107	3,306	3,753
Vay & nợ dài hạn	1,745	2,300	2,600
Các khoản phải trả khác	116	281	319
Tổng nợ dài hạn	2,125	3,802	4,726
<b>Tổng nợ</b>	<b>4,232</b>	<b>7,108</b>	<b>8,479</b>
Vốn điều lệ	13,753	14,019	15,143
Thặng dư vốn cổ phần	3,920	4,038	4,038
Cổ phiếu quỹ	-	-	-
LN giữ lại	3,621	3,551	4,129
Các quỹ thuộc VCSH	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	13,753	14,019	15,143
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>17,986</b>	<b>21,127</b>	<b>23,622</b>

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2024	2025F	2026F
LN trước thuế	2,080	2,325	2,523
Khấu hao	406	461	661
CP lãi vay đã trả	139	164	186
Các khoản điều chỉnh khác	-	-	-
Thay đổi VLD	136	272	5
<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>1,647</b>	<b>2,306</b>	<b>4,956</b>
Đầu tư TSCĐ	(1,598)	(2,961)	(1,861)
Thu từ TL TSCĐ và mua công cụ nợ	958	475	482
<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>(1,495)</b>	<b>(1,729)</b>	<b>(3,171)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	3,059	62	-
Tiền vay ròng nhận được	744	783	388
Dòng tiền từ HĐTC khác	(524)	(692)	(786)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(917)	(1,034)	(1,122)
<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>2,337</b>	<b>(882)</b>	<b>(1,520)</b>
<b>Tiền và tương đương tiền đầu kỳ</b>	<b>1,472</b>	<b>3,964</b>	<b>3,660</b>
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>2,489</b>	<b>(304)</b>	<b>265</b>
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>3,964</b>	<b>3,660</b>	<b>3,925</b>
Các chỉ số cơ bản	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng doanh thu thuần	26%	16%	14%
Tăng trưởng EBITDA	16%	19%	15%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	21%	21%	7%
Tăng trưởng LN trước thuế	-34%	13%	9%
Tăng trưởng LN ròng	-36%	13%	9%
Tăng trưởng EPS	-36%	13%	9%
Biên LN gộp	45%	50%	48%
Biên EBITDA	36%	37%	38%
Biên LN ròng	30%	29%	28%
ROAE	16.1%	15.3%	15.8%
ROAA	12.0%	10.9%	10.3%
Vòng quay tài sản	0.31	0.29	0.28
Cổ tức chi trả/LN ròng	63.6%	63.6%	63.6%
Tổng nợ vay/VCSH	0.2	0.2	0.2
Nợ vay ròng/VCSH	(0.1)	0.0	0.1
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	(0.1)	0.0	0.0
Khả năng thanh toán lãi vay	12.6	12.7	12.9
Số ngày phải thu	45	42	43
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	10	11	11
Số ngày phải trả tiền bán	37	42	51
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3.2	1.9	1.9
Khả năng thanh toán nhanh	1.8	1.1	1.0
Khả năng thanh toán tiền mặt	2.5	1.6	1.5
Định giá	2024	2025F	2026F
EPS (đồng/cp)	3,482	3,926	4,261
BVPS (đồng/cp)	33,222	33,865	36,578
P/E (lần)	19.4	17.2	15.8
P/B (lần)	2.0	2.0	1.8

Nguồn: GMD, MBS dự phóng



## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

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 -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN - Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG LẬP - Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KÉM KHẢ QUAN - Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

*Trần Thị Khánh Hiền*

### Trưởng phòng

*Nguyễn Tiến Dũng*

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

*Ngô Quốc Hưng*

*Nghiêm Phú Cường*

*Đinh Hà Anh*

*Võ Đức Anh*

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

*Đinh Công Luyến*

*Nguyễn Đức Hải*

### Bất động sản – KCN - VLXD

*Nguyễn Minh Đức*

*Lê Hải Thành*

### Công nghiệp – Năng lượng

*Nguyễn Hà Đức Tùng*

*Phạm Thị Thanh Huyền*

### Dịch vụ - Tiêu dùng

*Nguyễn Quỳnh Ly*