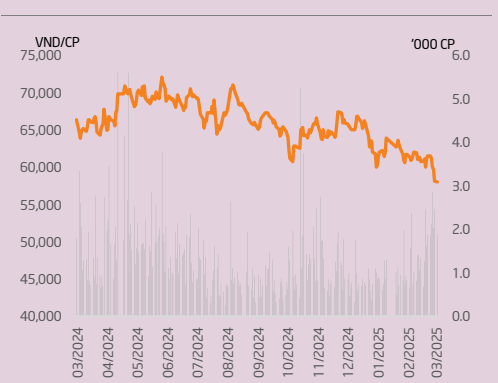


| | |
|----------------------------|---------------|
| Khuyến nghị | MUA |
| Giá mục tiêu (VND) | 67,700 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | +18.1% |
| Giá ngày 24/03/2025 | 59,000 |

Thông tin cổ phiếu

| | |
|--------------------------------|--------|
| Giá cao nhất 52 tuần (VND/CP) | 72,000 |
| Giá thấp nhất 52 tuần (VND/CP) | 58,000 |
| Vốn hóa (Tỷ VND) | 24,371 |
| SLCP lưu hành (triệu CP) | 420 |
| KLGD BQ 3 tháng (triệu CP) | 1.02 |
| Freefloat | 85.0% |
| Vốn điều lệ (tỷ VND) | 4,201 |
| Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%) | 42.1% |
| Giới hạn room nước ngoài (%) | 49.0% |

Diễn biến giá



Thông tin cơ bản về công ty

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 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, đa dạng về loại hình từ cảng cạn (ICD) đến cảng sông, cảng biển, đặc biệt cảng nước sâu Gemalink quy mô hàng đầu cả nước và nằm trong Top 19 thương cảng của thế giới có thể đón thế hệ tàu Megaship lớn nhất hiện nay.

Lạc quan trong thận trọng

Cập nhật KQKD 2024:

- Năm 2024, GMD ghi nhận sản lượng toàn hệ thống = 4.4 triệu TEU (+47% yoy), trong đó nhóm cảng miền Nam +59% yoy, miền Bắc +26% yoy. Kết quả này được thúc đẩy từ (1) Hoàn thành nâng cấp luồng Hà Nam từ Q3/2024 (2) NĐV và GML đều ghi nhận thêm các tuyến dịch vụ mới khai thác trong 2024 (3) Tình trạng tắc nghẽn cảng tại Singapore.
- Doanh thu 2024 = 4,832 tỷ VND (+25.6% yoy) nhờ các yếu tố hỗ trợ (1) Hệ thống cảng đạt hiệu suất khai thác cao (2) Mặt bằng giá xếp dỡ container tăng 10% theo Thông tư số 39/TT – BGT/VT.
- LNST 2024 = 1,905 (-24.8% yoy). Tuy nhiên, lợi nhuận trước thuế (LNTT) sau khi điều chỉnh lợi nhuận bất thường từ thoái vốn cảng, đạt 1,770 tỷ VND, vẫn tăng trưởng mạnh +35.4% yoy.

Triển vọng kinh doanh:

- **Sản lượng khai thác dự phóng giảm nhẹ trong 2025:** Chúng tôi dự phóng sản lượng 2025F giảm -2.0%/yoy bởi các yếu tố (1) Tình trạng tắc nghẽn cảng tại Singapore đã được giải quyết & (2) Xu hướng front-loading đã giảm dần so với thời điểm cuối 2024, Tuy nhiên chúng tôi cho rằng sản lượng khai thác hệ của GMD sẽ tiếp tục vượt công suất thiết kế từ 9-18% (dù thấp hơn yoy) nhờ (1) Việt Nam hưởng lợi từ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung (2) Cảng NĐV vẫn duy trì lợi thế.
- **Công suất thiết kế được bổ sung thêm 2.15 triệu TEU trong giai đoạn 2026-2028F:** Dự kiến đến năm 2028F sẽ đạt mức 6.15 triệu TEU/năm, với công suất thiết kế tăng thêm 2.15 triệu TEU, tương đương +53.7% so với thời điểm hiện tại. Điều này sẽ giúp công ty củng cố vị thế trong ngành khai thác cảng và duy trì động lực tăng trưởng trong trung và dài hạn.
- **Áp lực lên giá khai thác dịch vụ đối với cảng Nam Đình Vũ; Nhóm cảng miền Nam vẫn duy trì tăng trưởng.** Chúng tôi nhận thấy áp lực cạnh tranh đáng kể tại khu vực Hải Phòng khi các cảng nước sâu Lạch Huyện 3, 4, 5 & 6 đi vào khai thác từ Q1/2025, theo đó giá khai thác bình quân/TEU cảng Nam Đình Vũ dự phóng sẽ tăng nhẹ +3.5% trong 2025-2026 khi chúng tôi rằng GMD sẽ giữ giá khai thác ổn định để thu hút thêm khách hàng mới. Trong khi đó, giá khai thác bình quân/TEU tại cảng GML sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng bình quân +9.0% trong 2025-2026 khi chúng tôi chưa nhận thấy nguồn cung mới.

Định giá: Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của GMD** trong vòng 12 tháng ở mức **67,700 VND/cp**, upside +14.7% so với giá đóng cửa ngày 24/03/2025. Chúng tôi giả định cổ tức cho năm 2024 = 20% tiền mặt, tương đương tỷ suất cổ tức (dividend yields) = 3.4%. Chúng tôi đưa ra **khuyến nghị MUA** đối với GMD với **tổng mức sinh lời kỳ vọng = 18.1%**. Hiện GMD đang giao dịch ở mức P/E và P/B lần lượt 12.5 và 1.97 lần, thấp hơn so với P/E và P/B bình quân 5 năm ở mức 17.8 và 2.0 lần.

Rủi ro đầu tư: (1) Dự án Cảng Nam Đình Vũ GĐ 3 và Gemalink GĐ 2 đưa vào khai thác chậm hơn kỳ vọng. (2) Rủi ro hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam bị Mỹ áp thuế đối ứng cao hơn dự kiến. (3) Áp lực cạnh tranh khu vực cảng biển Hải Phòng lớn hơn dự kiến. (4) Lợi nhuận từ các công ty liên doanh liên kết thấp hơn kỳ vọng.

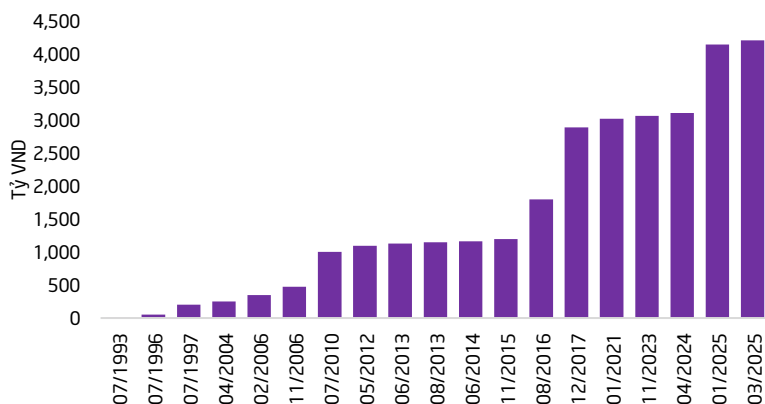
| Chỉ tiêu tài chính | ĐVT | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần | tỷ VND | 3,846 | 4,832 | 5,112 | 5,683 |
| Lợi nhuận gộp | tỷ VND | 1,778 | 2,162 | 2,264 | 2,537 |
| Lợi nhuận HĐTC | tỷ VND | 3,177 | 2,429 | 2,222 | 2,456 |
| CPBH và QLDN | tỷ VND | 661 | 816 | 813 | 976 |
| Lợi nhuận sau thuế | tỷ VND | 2,534 | 1,905 | 1,913 | 2,136 |
| Biên lãi gộp | % | 46.2% | 44.7% | 44.3% | 44.6% |
| Biên lãi ròng | % | 65.9% | 39.4% | 37.4% | 37.6% |
| ROE | % | 17.1% | 9.3% | 8.1% | 8.9% |
| ROA | % | 25.5% | 12.4% | 10.6% | 11.8% |
| EPS cơ bản | VND | 7,357 | 3,525 | 3,552 | 4,208 |
| B/V | VND | 31,816 | 33,222 | 33,992 | 37,095 |
| P/E | x | 7.9 | 16.6 | 16.4 | 13.9 |
| P/B | x | 1.8 | 1.8 | 1.7 | 1.6 |

Tổng quan doanh nghiệp & Các mảng kinh doanh

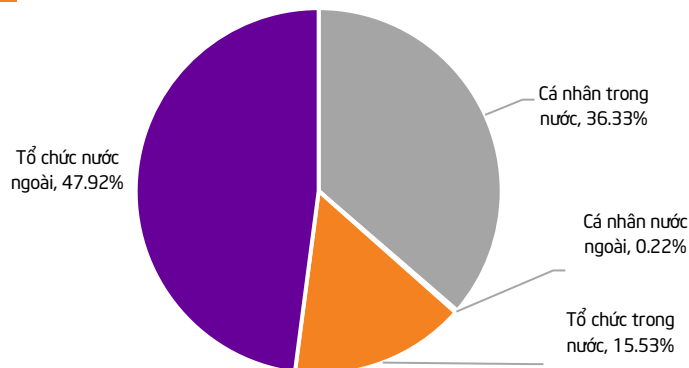
Thông tin cơ bản

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 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, đa dạng về loại hình từ cảng cạn (ICD) đến cảng sông, cảng biển, đặc biệt cảng nước sâu Gemalink quy mô hàng đầu cả nước và nằm trong Top 19 thương cảng của thế giới có thể đón thế hệ tàu Megaship lớn nhất hiện nay.

Quá trình tăng vốn điều lệ



Cơ cấu cổ đông



Nguồn: GMD, Vietstock, TPS Research tổng hợp

Các mảng kinh doanh chính

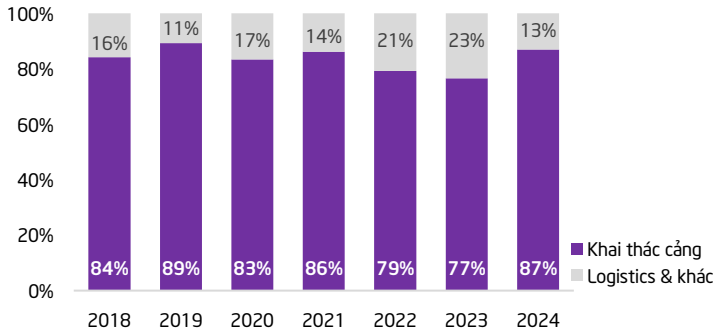
Mảng khai thác cảng/ICD:

Hiện tại GMD đang quản lý & khai thác 06 cảng biển/ICD, bao gồm: Cảng Nam Đình Vũ, ICD Nam Hải, Cảng quốc tế Dung Quất, Cảng Bình Dương, ICD Phước Long và đặc biệt là Cảng nước sâu Gemalink. Tổng công suất thiết kế đạt ~6 triệu TEU/năm và 5 triệu tấn hàng rời/năm. Mỗi năm hệ thống cảng GMD phục vụ hàng triệu TEU hàng hóa XNK. Hoạt động khai thác cảng luôn là mảng đóng góp chính vào doanh thu và lợi nhuận gộp của GMD, khi luôn chiếm tỷ trọng từ 80% - 90% doanh thu và 90% lợi nhuận gộp.

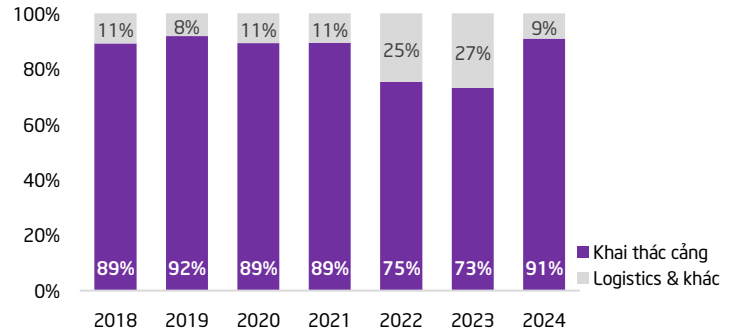
Mảng logistics:

Hiện nay GMD là doanh nghiệp cổ phần sở hữu và khai thác hệ sinh thái tích hợp Cảng – Logistics từ Bắc vào Nam, bao gồm các tài sản trong chuỗi giá trị Logistics như hệ thống cảng từ cảng nước sâu, cảng sông đến cảng cạn, cảng hàng hóa hàng không, các trung tâm phân phối, kho chứa, điểm thông quan nội địa (ICD), đội tàu, sà lan, container cũng như đội xe tải. Điều này giúp GMD có sự kiểm soát tốt hơn so với việc thuê các tài sản này từ bên thứ ba, hoặc phụ thuộc vào các dịch vụ thuê ngoài để sử dụng trong chuỗi giá trị logistics. Mạng lưới trung tâm phân phối trải rộng ở 3 miền Bắc, Trung, Nam với sản lượng 13 triệu m³; diện tích 400,000m²; Đặc biệt là khai thác cảng hàng hóa hàng không tại Sân bay Tân Sơn Nhất, tổng công suất 350,000 tấn/năm thông qua việc sở hữu 36% cổ phần tại CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (HOSE: SCS).

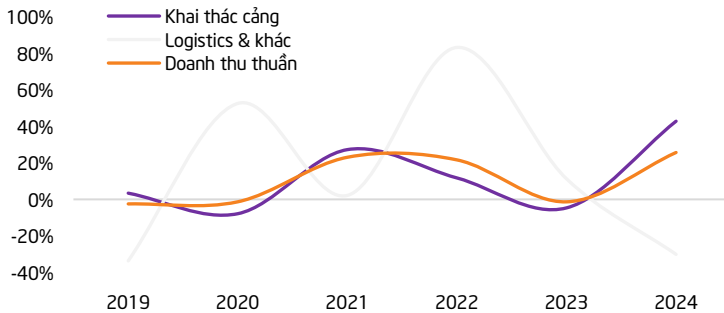
Cơ cấu doanh thu của GMD, giai đoạn 2018-2024



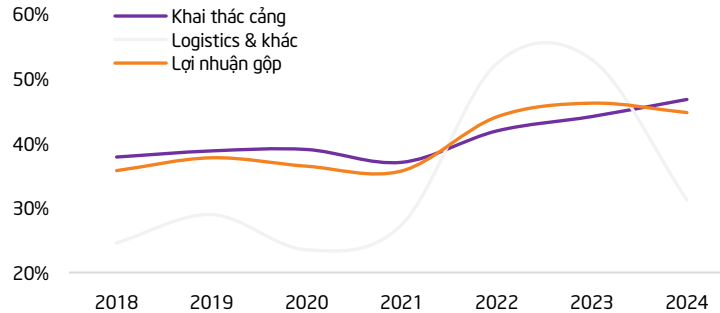
Cơ cấu lợi nhuận gộp của GMD, giai đoạn 2018-2024



Tăng trưởng yoy các mảng kinh doanh của GMD, giai đoạn 2018-2024



Biên lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh của GMD, giai đoạn 2018-2024



Nguồn: GMD, TPS Research

Mảng cao su:

Từ năm 2010, GMD đã bắt đầu lấn sân sang mảng trồng cây cao su thông qua việc đầu tư 30,000 ha diện tích đất cao su tại Campuchia, quyền sử dụng đất là 50 năm. Tuy vậy, mảng kinh doanh này lại không đóng góp đáng kể đến KQKD chung của công ty. Tính đến Q4/2024, GMD ghi nhận 1,324 tỷ đồng chi phí xây dựng cơ bản dở dang ở các dự án trồng cao su. Ban lãnh đạo công ty cho biết sẽ thực hiện thoái vốn mảng cao su trong năm 2025.

Mảng bất động sản:

Hiện tại GMD đang triển khai 02 dự án khu phức hợp là Dự án Saigon Gem tại Quận 1 - TP.HCM và Dự án phức hợp khách sạn 5 sao tại Thủ đô Viên Chăn – Lào thông qua các công ty liên kết. Công ty cho biết đang tìm kiếm đối tác, nhà đầu tư tiềm năng cho các dự án này để hợp tác hoặc thoái vốn nhằm tập trung nguồn lực cho hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Dự án Saigon Gem, Quận 1 – TP.HCM



Thông tin dự án:

- Diện tích đất: 3,640 m²
- Khu phức hợp bao gồm Trung tâm thương mại và văn phòng làm việc.

Dự án khách sạn 5 sao, Viên Chăn - Lào



Thông tin dự án:

- Diện tích đất: 6,700 m²
- Khu phức hợp 8 tầng, gồm Khách sạn 5 sao và Trung tâm thương mại.

CORE BUSINESSES

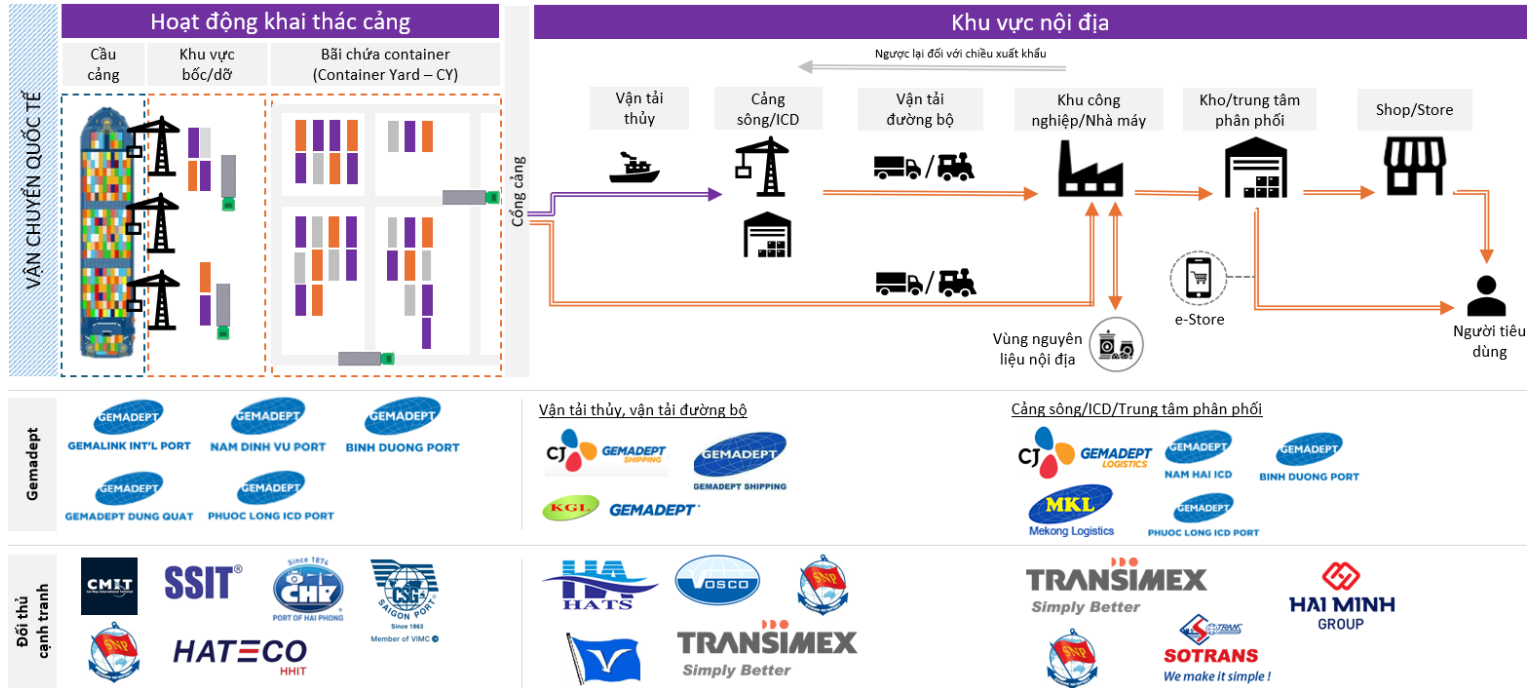
| CẢNG/ICD | | | LOGISTICS | | | | BĐS/HÀ TẮNG | CAO SU | | | | |
|---|--|---|--|--|---|---|--|--|---|---|--|--|
| MIỀN BẮC | MIỀN TRUNG | MIỀN NAM | GEMADEPT LOGISTICS | | CJ GEMADEPT JV | | | | | | | |
| <p>Dự án: Cảng Nam Đình Vũ - TP. Hải Phòng CTCP Cảng Nam Đình Vũ (60%) VĐL: 1.269 tỷ VND</p> | <p>Dự án: Cảng Dung Quất - Quảng Ngãi CTCP Cảng quốc tế Gemadept - Dung Quất (80.4%) VĐL: 50.7 tỷ VND</p> | <p>Dự án: ICD Phước Long - TP.HCM CTY TNHH Cảng Phước Long (100%) VĐL: 300 tỷ VND</p> | <p>Dự án: Nhà ga hàng hóa Hàng không SCSC CTCP Dịch vụ hàng hóa Sài Gòn (HOSE: SCS) (36.24%) VĐL: 1.021 tỷ VND **</p> | <p>CTCP Dịch vụ Cảng Gemadept (60%) Dịch vụ hỗ trợ vận tải đường thủy VĐL: 20 tỷ VND</p> | <p>CTCP Dịch vụ Vận tải Trường Thọ (46%) Bốc xếp hàng hóa VĐL: 60 tỷ VND</p> | <p>CTY TNHH CJ Gemadept Logistics Holdings (49.1%) Kho bãi, lưu trữ hàng hóa VĐL: 266.5 tỷ VND **</p> | <p>CTY TNHH CJ Gemadept Shipping Holdings (51%) Tư vấn quản lý VĐL: 204 tỷ VND **</p> | <p>CTCP ĐT, XD, PT Hạ tầng Gemadept (50%) Xây dựng công trình kỹ thuật, dân dụng VĐL: 120 tỷ VND</p> | <p>CTCP Hòn Ngu Thái Bình Dương (100%) Trồng & khai thác cây cao su VĐL: 27.6 triệu USD</p> | <p>CTCP Hoa sen Thái Bình Dương (100%) Trồng & khai thác cây cao su VĐL: 49.5 triệu USD</p> | <p>CTCP Niêm kiêu hãnh Thái Bình Dương (100%) Trồng & khai thác cây cao su VĐL: 27.8 triệu USD</p> | <p>CTY TNHH MTV Công nghiệp Cao su Thái Bình Dương (100%) Trồng & khai thác cây cao su VĐL: 600 tỷ VND</p> |
| <p>Dự án: ICD Nam Hải - TP. Hải Phòng CTCP ICD Nam Hải (75%) VĐL: 120 tỷ VND</p> | <p>Dự án: Cảng Bình Dương CTCP Cảng Bình Dương (80.09%) VĐL: 140.6 tỷ VND</p> | <p>Dự án: Cảng Gemalink - Bà Rịa Vũng Tàu CTCP Cảng Cái Mép - Gemalink (65.13%) VĐL: 1.929.6 tỷ VND **</p> | <p>CTCP Gemadept Miền Trung (98.04%) Bốc xếp hàng hóa VĐL: 20 tỷ VND</p> | <p>CTY TNHH Liên Doanh GMD ASL (30.6%) Dịch vụ xếp dỡ container, kho bãi, vận tải hàng hóa đường bộ VĐL: 10 tỷ VND</p> | <p>CTY TNHH ISS - Gemadept (51%) Dịch vụ hỗ trợ khác liên quan đến vận tải VĐL: 3.2 tỷ VND</p> | <p>CTY TNHH MTV Tiếp Vận GMD (49.1%) Kho bãi, lưu giữ hàng hóa VĐL: 200 tỷ VND **</p> | <p>CTCP Mekong Logistics (25.02%) Dịch vụ hỗ trợ vận tải đường thủy VĐL: 300 tỷ VND **</p> | <p>CTCP Gemadept Vũng Tàu (70%) Xây dựng công trình dân dụng, bến cảng VĐL: 96 tỷ VND</p> | <p>Dự án trồng cây cao su tại Campuchia - từ năm 2010 - Diện tích: 30,000 ha - Thời gian sử dụng đất: 70 năm</p> | | | |
| | | | <p>CTY TNHH MTV Vận tải Hàng hải Thái Bình Dương (100%) Hoạt động vận tải hàng hóa bằng đường bộ VĐL: 10 tỷ VND</p> | <p>CTY TNHH Liên doanh GNL (30.6%) Dịch vụ kho bãi VĐL: 5 tỷ VND</p> | <p>CTY TNHH Tiếp Vận "K" Line - Gemadept (50%) Vận tải hàng hóa đường bộ VĐL: 216 tỷ VND **</p> | <p>CTY TNHH MTV Vận Tải Biển GMD - GMD Shipping (51%) Vận tải hàng hóa ven biển VĐL: 63 tỷ VND **</p> | <p>Dự án: Khu phức hợp Vientiane CTY TNHH Golden Gate (40%) VĐL: 12 triệu USD **</p> | | | | | |
| | | | <p>CTY TNHH Dịch vụ Vận tải Tổng hợp V.N.M (100%) Dịch vụ hỗ trợ vận tải VĐL: 35 tỷ VND</p> | <p>CTCP Vận tải Đa phương thức Bình Dương (48.05%) Vận tải hàng hóa đa phương thức VĐL: 20 tỷ VND</p> | <p>CTCP Thương cảng Vũng Tàu (26.78%) Vận tải hàng hóa ven biển, thủy nội địa VĐL: 36 tỷ VND **</p> | <p>Gemadept Shipping Singapore (51%) Cho thuê tàu, thuyền, sà lan VĐL: 7 triệu SGD **</p> | <p>Gemadept Malaysia (51%) Đại lý vận tải biển VĐL: 3.4 triệu MYR **</p> | <p>Dự án: Cao ốc Saigon Gem CTY TNHH Thương mại Quả cầu Vàng (45%) VĐL: 94 tỷ VND</p> | | | | |
| | | | <p>CTY TNHH Thiết bị và Dịch vụ Hàng hải Thái Bình Dương (100%) Mua bán, sửa chữa, bảo dưỡng container VĐL: 10 tỷ VND</p> | | | | | | | | | |

(**) Công ty liên doanh, liên kết

Công ty liên doanh, liên kết khác: CTCP Liên hiệp Thực phẩm (26.56%); CTCP Du lịch Minh Đạm (40%); CTCP Phát triển Sài Gòn (32.02%)

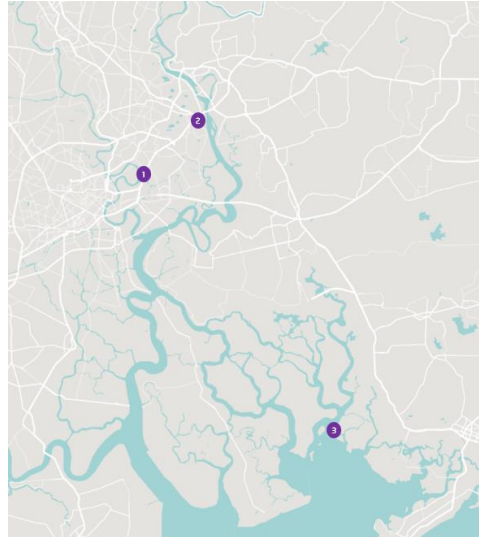
Nguồn: GMD, TPS Research tổng hợp

Sơ đồ chuỗi giá trị ngành



Nguồn: GMD, TPS Research

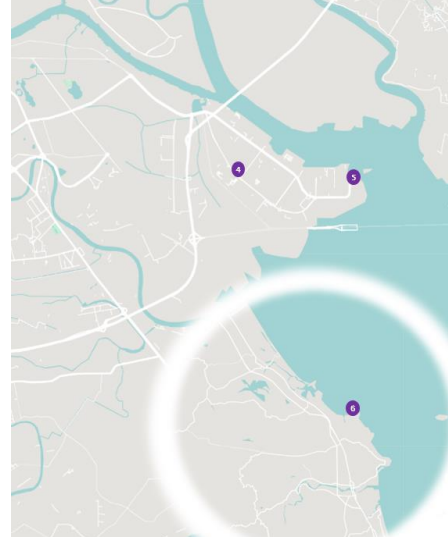
Vi trí cảng/ICD miền Nam của GMD



Nguồn: GMD, TPS Research

- 1 Phước Long ICD:**
 - Năm hoạt động: 1995
 - Địa điểm: TP.HCM
 - Công suất thiết kế: 400,000 TEU/năm
 - Diện tích CY: 170,000 m2
 - Hệ thống cảng nổi:
 - + Độ sâu trước bến: -9.5m
 - + Cỡ tàu tối đa: 30,000 DWT
- 2 Cảng Bình Dương:**
 - Năm hoạt động: 2004
 - Địa điểm: Bình Dương
 - Công suất thiết kế: 500,000 TEU/năm
 - Diện tích CY: 90,000 m2
 - Hệ thống cảng nổi:
 - + Độ sâu trước bến: -9.5m
 - + Cỡ tàu tối đa: 30,000 DWT
- 3 Cảng Gemalink – Phase 1:**
 - Năm hoạt động: 2021
 - Địa điểm: Bà Rịa Vũng Tàu
 - Công suất thiết kế: 1.5 triệu TEU/năm
 - Cỡ tàu tối đa: 200,000 DWT

Vi trí cảng/ICD miền Bắc & Trung của GMD



Nguồn: GMD, TPS Research

- 4 Nam Hải ICD:**
 - Năm hoạt động: 2021
 - Địa điểm: TP. Hải Phòng
 - Công suất thiết kế: 500,000 TEU/năm
 - Diện tích CY: 50,000 m2
 - Diện tích Depot: 100,000 m2
- 5 Cảng Nam Đình Vũ – Phase 1&2:**
 - Năm hoạt động: 2018
 - Địa điểm: TP. Hải Phòng
 - Công suất thiết kế: 1.1 triệu TEU/năm
 - Cỡ tàu tối đa: 40,000 DWT
- 6 Cảng Dung Quất:**
 - Năm hoạt động: 2009
 - Địa điểm: Quảng Ngãi
 - Công suất thiết kế: 2.5 triệu tấn hàng rời/năm
 - Cỡ tàu tối đa: 70,000 DWT

Triển vọng kinh doanh

Công suất khai thác được bổ sung thêm 2.15 triệu TEU/năm trong giai đoạn 2026-2028F

Cảng Nam Đình Vũ (NĐV)

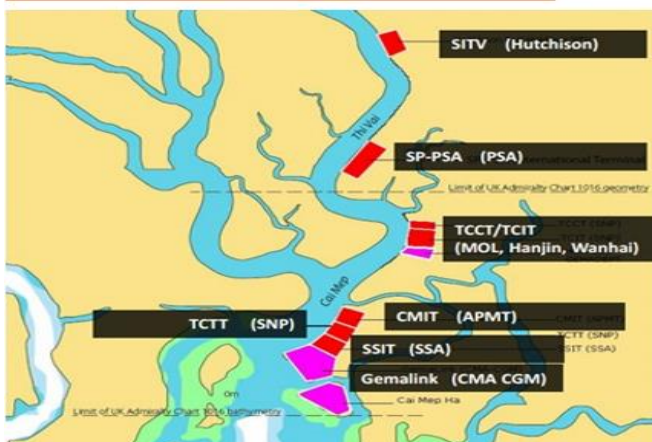
- Hiện tại cảng này đang khai thác giai đoạn 1 (từ T2/2018) và giai đoạn 2 (từ T5/2023) với tổng công suất thiết kế khoảng 1.1 triệu TEU/năm, chiều dài cầu tàu ~880m, tiếp nhận cỡ tàu ~40,000 DWT. Năm 2024, NĐV giai đoạn 1 và 2 đều hoạt động hết công suất với sản lượng 1.3 triệu TEU, đạt 122% công suất thiết kế.
- Dự án NĐV giai đoạn 3: Từ tháng 10/2024, GMD đã bắt đầu triển khai xây dựng, với tổng diện tích 23ha, tổng vốn đầu tư ~2,800 tỷ VND, công suất thiết kế 650,000 TEU/năm. Dự kiến giai đoạn 3 sẽ được đưa vào khai thác trong Q1/2026.
- Sau khi hoàn thành, cảng NĐV sẽ có tổng quy mô 65 ha, công suất thiết kế đạt 1.75 triệu TEU/năm, 7 cầu bến với chiều dài lên đến ~1.5km, khả năng tiếp nhận cỡ tàu lên đến 48,000 DWT (~2,500 – 3,000 TEUs). Theo đó, đưa cụm cảng NĐV sẽ trở thành cảng sông lớn nhất và có quy mô nhất tại khu vực cảng Hải Phòng.

Cảng Gemalink (GML):

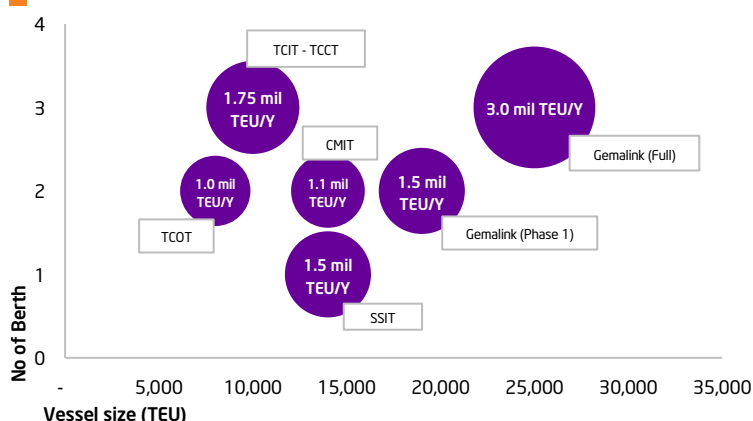
- Hiện đang khai thác giai đoạn 1, quy mô 33ha, công suất khai thác 1.5 triệu TEU/năm, với 800m chiều dài bến chính và 230m cho bến feeder sà lan, cảng có khả năng tiếp nhận tàu trọng tải lớn lên đến 200,000 DWT. Năm 2024, sản lượng khai thác của GML ước tính đạt ~1.7 triệu TEU (+70% yoy), tương đương công suất khai thác ~116% nhờ (1) tình hình thị trường thuận lợi, nhu cầu XNK phục hồi tích cực, (2) hưởng lợi từ tình trạng tắc nghẽn cảng tại Singapore.
- Giai đoạn 2 của cảng GML được chia làm 02 phân kỳ đầu tư gồm 2A và 2B, với công suất bổ sung thêm lần lượt là 600,000 TEU/năm và 900,000 TEU/năm. Ban lãnh đạo cho biết, công ty đang hoàn thiện các thủ tục, thu xếp vốn để triển khai xây dựng dự án, trong đó sẽ triển khai trước giai đoạn 2A trong năm 2025, dự kiến đưa vào khai thác từ Q3/2026.
- Khi hoàn thành toàn bộ dự án, cảng GML sẽ nâng công suất lên gấp đôi, tương đương ~3.0 triệu TEU/năm, với 1.5km chiều dài cầu bến và tổng diện tích 72ha, có thể đón được những tàu lớn nhất thế giới với trọng tải 250,000DWT (~25,000 TEUs). Trở thành cảng nước sâu lớn nhất cả nước, có khả năng tiếp nhận đồng thời ba tàu mẹ ra vào làm hàng.

Theo đó, tổng công suất khai thác của hệ thống cảng biển GMD dự kiến đến năm 2028F sẽ đạt mức 6.15 triệu TEU/năm, với công suất tăng thêm 2.15 triệu TEU/năm, tương đương +53.7% so với thời điểm hiện tại. Điều này sẽ giúp công ty gia tăng, củng cố vị thế trong ngành khai thác cảng và duy trì động lực tăng trưởng trong trung và dài hạn.

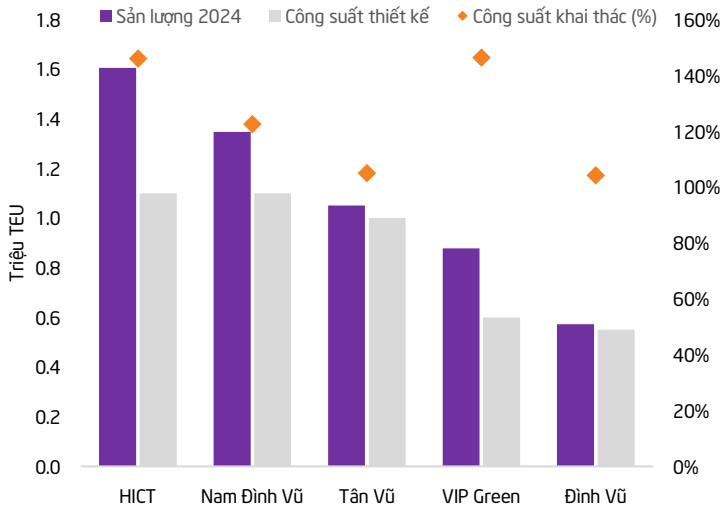
Vị trí cảng Gemalink



Tương quan năng lực khai thác các cảng biển khu vực CM-TV



Sản lượng khai thác của một số cảng biển khu vực Hải Phòng



Cảng Nam Đình Vũ – Phase 3

- Quy mô: 23ha;
- Tổng vốn đầu tư: 2,800 tỷ VND;
- Công suất thiết kế: 650,000 TEU/năm;
- Tình trạng: Xây dựng từ T10/2024;
- Dự kiến khai thác: Q1/2026.

Nguồn: GMD, TPS Research tổng hợp

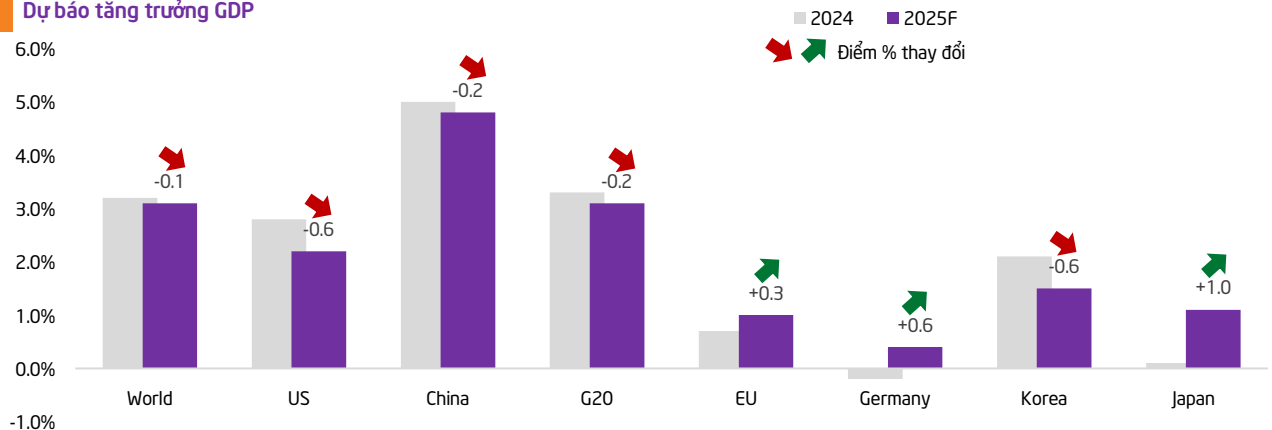
Sản lượng khai thác dự phóng giảm nhẹ trong năm 2025

Chiến tranh thương mại có thể khiến thương mại toàn cầu chậm lại

Cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung sẽ là chất xúc tác đẩy giá thành hàng hóa lên cao, tạo áp lực cho các doanh nghiệp, đặc biệt là những ngành phụ thuộc vào chuỗi cung ứng đa quốc gia. Sự không chắc chắn về chính sách thương mại sẽ khiến các nhà đầu tư toàn cầu trở nên thận trọng hơn, trì hoãn hoặc giảm quy mô đầu tư vào các dự án dài hạn. Dòng vốn đầu tư nước ngoài bị thu hẹp dẫn đến giảm tốc độ tăng trưởng của các nền kinh tế, từ đó ảnh hưởng đến tổng mức tăng trưởng toàn cầu.

Theo dự báo của OECD, tăng trưởng GDP toàn cầu có khả năng sẽ giảm xuống còn 3,1% vào năm 2025 và xuống còn 3% vào năm 2026, thấp hơn so với con số năm 2024 là 3,2%. Đối với Mỹ, tổ chức này dự báo nền kinh tế số 1 thế giới sẽ tăng trưởng chậm hơn trong năm 2025 ở mức 2.2%, năm 2026 còn 1.6%, thấp hơn mức 2.8% năm 2024.

Dự báo tăng trưởng GDP



Nguồn: OECD, T3/2025

Rủi ro Việt Nam bị áp thuế từ Mỹ là có... Nhưng chúng tôi không quá bi quan

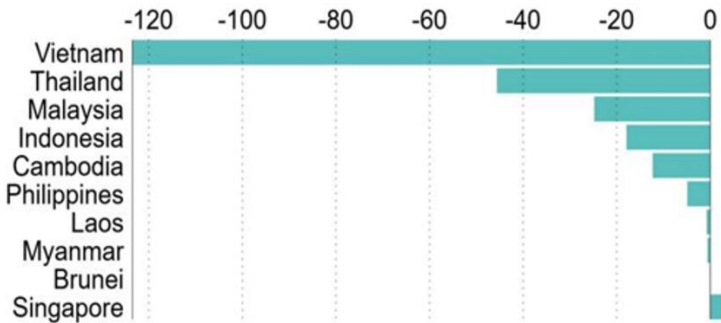
Trong 10 năm qua, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ đã ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ từ mức 28.6 tỷ USD năm 2014 lên 119.2 tỷ USD năm 2024, tương đương 26% GDP. Máy móc, thiết bị vận tải và các mặt hàng sản xuất khác chiếm 95% tổng kim ngạch nhập khẩu của Mỹ từ Việt Nam, trong đó chất bán dẫn là một trong những mặt hàng chủ lực.

Bên cạnh đó, thặng dư thương mại của Việt Nam với Mỹ cũng ngày càng được nới rộng, đặc biệt sau khi căng thẳng thương mại Mỹ - Trung bùng nổ trong nhiệm kỳ đầu của TT Donald Trump, từ mức 35 tỷ USD năm 2018 lên mức 124 tỷ USD năm 2024.

Việt Nam đang nằm trong top 3 quốc gia có thâm hụt thương mại lớn nhất với Mỹ, chỉ sau Trung Quốc và Mexico. Trong nhiệm kỳ thứ 2 của TT Donald Trump, mức chênh lệch thương mại này có thể khiến Việt Nam trở thành mục tiêu của các biện pháp thuế quan từ Mỹ, khi sắp tới quốc gia này sẽ đưa ra chính sách thuế đối ứng.

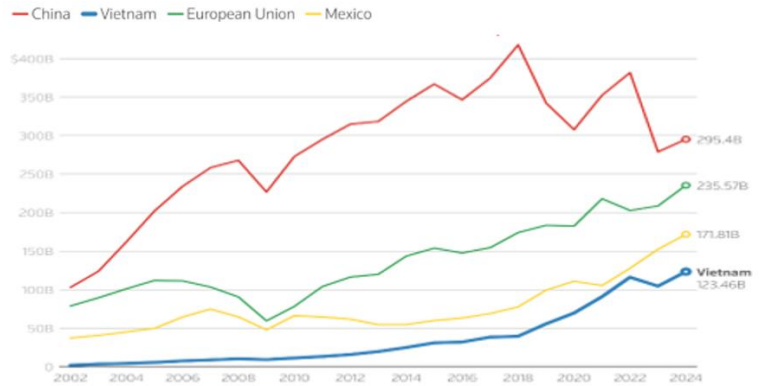
U.S. trade balance with ASEAN countries, 2024

(In billions of dollars)



US trade deficit

Partners with the largest trade surpluses with the United States



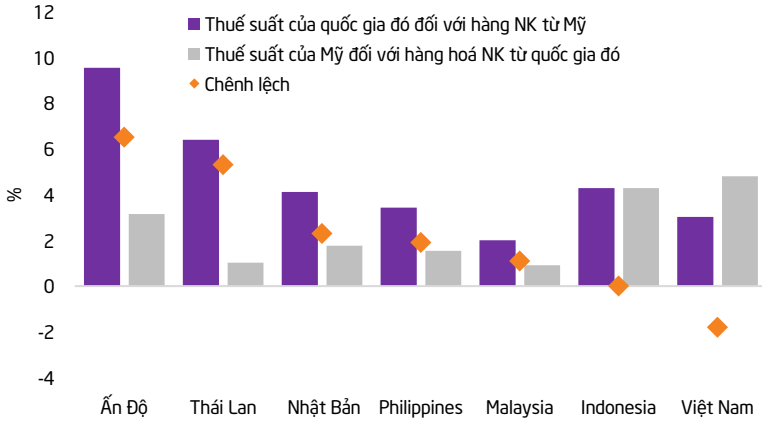
Nguồn: US Census Bureau, Office of the United States Trade, TPS Research

Tuy nhiên chúng tôi cho rằng, chính sách thuế đối ứng mà Mỹ ban hành sắp tới sẽ ít tác động đến hàng hoá xuất khẩu của Việt Nam là bởi:

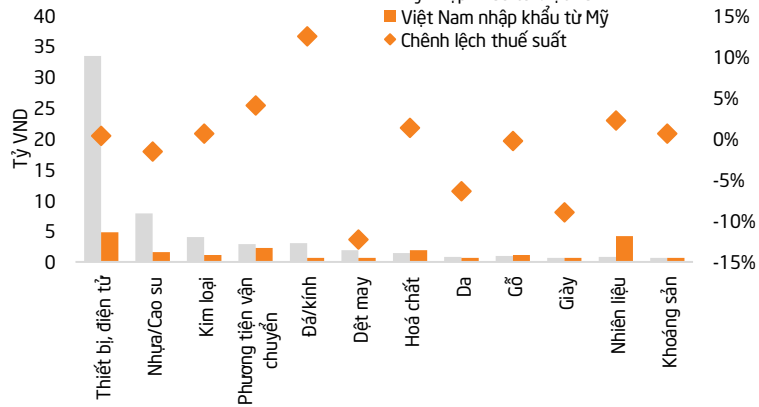
- (1) Theo số liệu từ World Integrated Trade Solution (WITS), thuế suất thương mại thực tế mà Việt Nam áp dụng đối với hàng hoá NK từ Mỹ là 2.8% thấp hơn mức thuế suất trung bình 4.6% mà Mỹ áp dụng đối với hàng hoá NK từ Việt Nam. Thậm chí Việt Nam có thể được hưởng lợi khi mà các quốc gia trong khu vực như Ấn Độ, Thái Lan, Nhật Bản, Philippines đều áp dụng thuế đối với hàng NK từ Mỹ cao hơn đáng kể so với thuế suất mà Mỹ đang áp dụng đối với hàng hoá từ các quốc gia đó. Do đó, chúng tôi cho rằng Việt Nam sẽ ít có khả năng bị áp thuế đối ứng từ Mỹ hơn các quốc gia khác trong khu vực.
- (2) Việt Nam đang tích cực lên kế hoạch tăng cường nhập khẩu hàng hoá từ Mỹ để giảm thiểu rủi ro thuế quan. Theo đó, ngày 13/3/2025, Việt Nam và Mỹ đã công bố các thỏa thuận kinh tế, thương mại ký kết giữa các doanh nghiệp Việt Nam và Mỹ với tổng giá trị khoảng 90.3 tỷ USD. Trong đó, các hợp đồng, thỏa thuận đã ký kết sẽ triển khai từ năm 2025 là 50.15 tỷ USD, tập trung vào mua sắm máy bay, dịch vụ hàng không, khai thác dầu khí, nhập khẩu các sản phẩm lọc hóa dầu.

Chúng tôi cho rằng đây là những động thái tích cực của Việt Nam khi thể hiện rõ tinh thần sẵn sàng hợp tác, thúc đẩy cân bằng thương mại giữa hai nước. Cách tiếp cận này sẽ góp phần giúp Việt Nam tránh được các biện pháp trừng phạt thương mại. Qua đó giúp hàng hoá xuất khẩu sang Mỹ của Việt Nam trở nên hấp dẫn hơn đối với thị trường Mỹ.

Chênh lệch thuế quan giữa Việt Nam và Mỹ ở mức -1.8ppt. Điều này cho thấy Việt Nam sẽ ít bị ảnh hưởng bởi "Thuế đối ứng" của Mỹ



Kim ngạch nhập khẩu hàng hoá giữa Mỹ - Việt Nam và mức thuế suất chênh lệch



*Chênh lệch dương được hiểu là Việt Nam đang áp thuế đối với hàng hoá NK từ Mỹ cao hơn mức thuế mà Mỹ áp đối với hàng hoá NK từ Việt Nam.

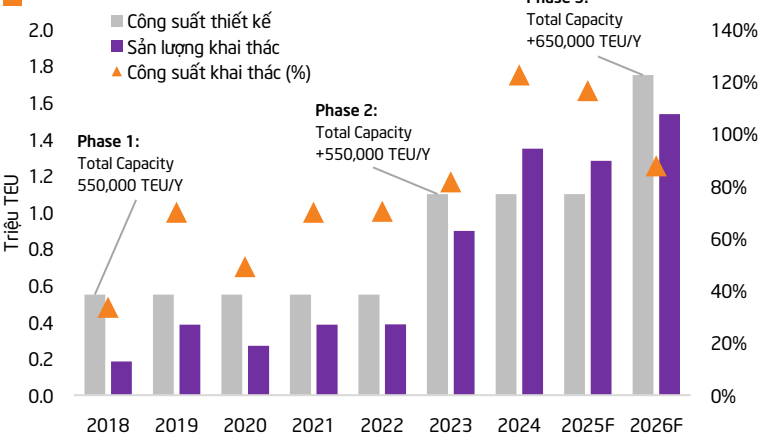
Nguồn: WITS, TPS Research

Cảng Nam Đình Vũ. Chúng tôi dự phóng sản lượng khai thác sẽ tăng trưởng chậm lại trong năm 2025F, đạt 1.29 triệu TEU, -3.6% yoy, tương đương công suất khai thác 118%, trước khi phục hồi trở lại trong năm 2026F đạt 1.46 triệu TEU, tăng +12.4% yoy, nhờ Cảng NDV – GĐ3 đi vào khai thác với công suất khai thác ~40%. Chúng tôi kỳ vọng khi Cảng NDV – GĐ3 hoàn thành, kết hợp với kênh Hà Nam đã đạt độ sâu luồng -8.5m sẽ giúp cụm cảng này phát huy tối đa lợi thế sẵn có (về vị trí, môn nước sâu và vững quay tàu rộng do nằm ngay cửa sông Bạch Đằng), củng cố năng lực cạnh tranh trong bối cảnh nguồn cung khu vực cảng nước sâu Lạch Huyện đang và sẽ tiếp tục tăng mạnh trong thời gian tới.

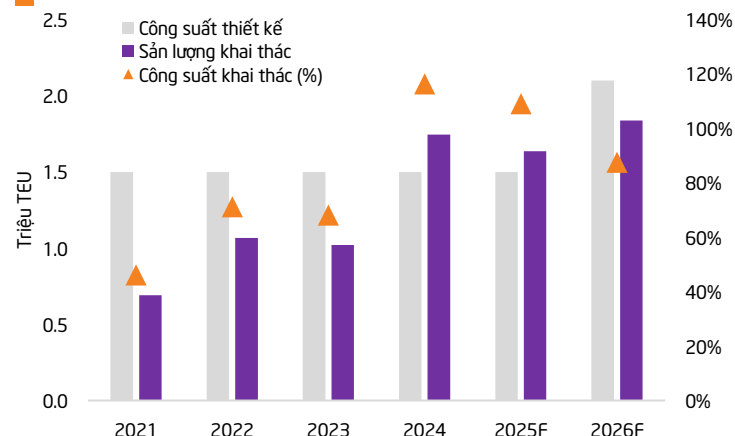
Cảng Gemalink. Chúng tôi đưa ra dự phóng sản lượng năm 2025F đạt 1.64 triệu TEU, -6.2%yoy, tương đương với công suất khai thác 109% chủ yếu do (1) chúng tôi thận trọng về chiến tranh thương mại Mỹ - Trung có thể khiến tốc độ tăng trưởng thương mại toàn cầu chậm lại (2) Hoạt động front-loading của các nhà nhập khẩu, cũng như tình trạng tắc nghẽn cảng tại Singapore đã giảm đi đáng kể/không còn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng (1) Chênh lệch thuế quan hàng hoá NK với Mỹ thấp (2) Các thỏa thuận thương mại đã ký kết trị giá 90.3 tỷ USD với Mỹ giúp giảm nguy cơ bị áp thuế đối ứng (3) Hàng hoá từ Trung Quốc bị áp thuế thúc đẩy các nhà nhập khẩu tìm kiếm nguồn hàng mới để thay thế, sẽ là những yếu tố hỗ trợ cho tăng trưởng hàng hoá XNK của Việt Nam.

Với năm 2026F, chúng tôi kỳ vọng sản lượng sẽ đạt mức tăng trưởng tốt hơn ở mức +13.1%yoy khi đưa giai đoạn 2A vào khai thác từ Q3/2026, công suất thiết kế được bổ sung thêm 600,000 TEU lên mức 2.1 triệu TEU/năm.

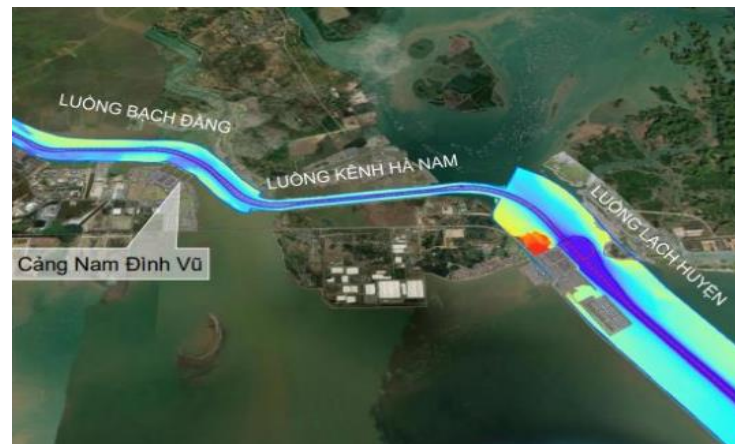
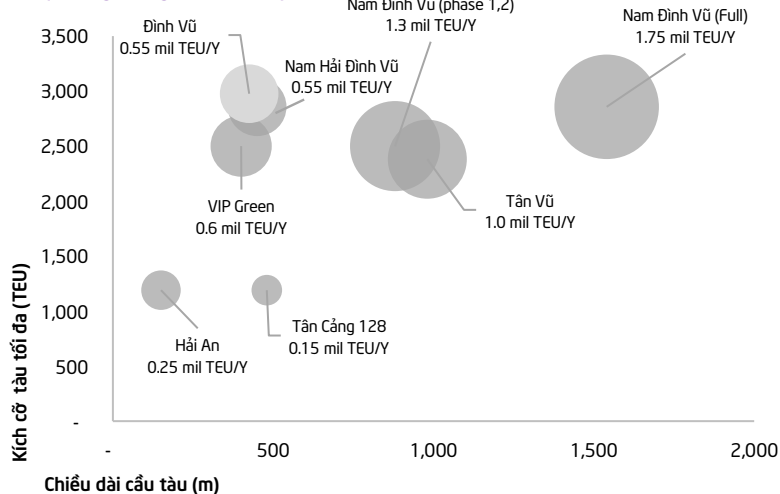
Sản lượng & công suất khai cảng Nam Đình Vũ



Sản lượng & công suất khai thác cảng GML



Tương quan năng lực khai thác các cảng biển khu vực Hải Phòng (Không bao gồm TC-HICT)



Dự án nâng cấp luồng kênh Hà Nam

- Channel length: L = 5.9km;
- Channel bottom width: B = 80m
- Độ sâu luồng trước nạo vét: -7m
- Độ sâu luồng sau nạo vét: -8.5m
- Tình trạng: Đã hoàn thành Q3/2024

Nguồn: GMD, TPS Research tổng hợp

Áp lực lên giá khai thác dịch vụ đối với cảng Nam Đình Vũ; Nhóm cảng miền Nam vẫn duy trì tăng trưởng

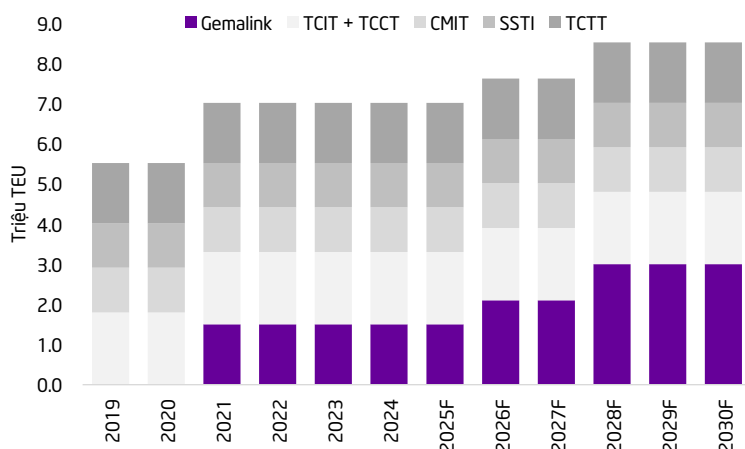
Tại khu vực Hải Phòng, thị trường sẽ ghi nhận sự tăng trưởng đáng kể về nguồn cung khai thác cảng khi nhiều bến cảng mới đi vào hoạt động, trong đó công suất bổ sung chủ yếu đến từ nhóm cảng nước sâu. Trong năm 2025, chúng tôi ước tính công suất sẽ tăng thêm +2.2 triệu TEU, + 28% so với hiện tại.

Cụ thể, Bến số 3-4 Cảng Lạch Huyện (do PHP và liên doanh Terminal Investment Limited – Công ty con của hãng tàu MSC, hãng tàu lớn nhất thế giới) với tổng công suất thiết kế 1.0 – 1.1 triệu TEU/năm, có khả năng tiếp nhận tàu có trọng tải 100,000 – 160,000 DWT (8,000 – 14,000 TEU) dự kiến đi vào hoạt động từ Q1/2025. Bến số 5 – 6 Cảng Lạch Huyện (do CTCP Tập Đoàn Hateco và APM Terminal – Maersk hợp tác) với tổng công suất thiết kế 1.1 triệu TEU/năm, tiếp nhận tàu trọng tải 100,000 – 160,000 DWT (8,000 – 14,000 TEU), dự kiến khai thác từ Q1/2025.

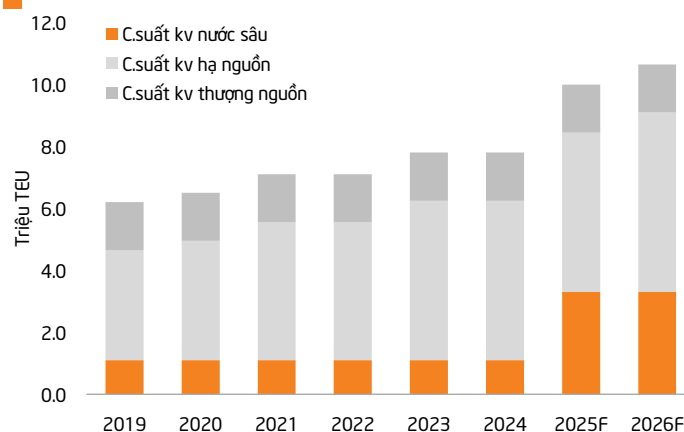
Chúng tôi nhận thấy áp lực cạnh tranh đáng kể tại khu vực Hải Phòng, theo đó giá khai thác bình quân/TEU cảng Nam Đình Vũ dự phóng sẽ tăng nhẹ +3.5% trong 2025-2026 khi chúng tôi rằng GMD sẽ giữ giá khai thác ổn định để thu hút thêm khách hàng mới trong bối cảnh áp lực cạnh tranh cao.

Đối với khu vực miền Nam, chúng tôi không nhận thấy nguồn cung mới, có thể gây áp lực đến khả năng cạnh tranh và vị thế của cảng GML, trong năm 2025 cũng như trong giai đoạn 2026-2030. Theo đó, chúng tôi đưa ra dự phóng giá khai thác bình quân/TEU tại cảng GML sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng bình quân +9.0% trong 2025-2026.

Công suất thiết kế cảng biển khu vực Cái Mép Thị Vải



Công suất thiết kế cảng biển Hải Phòng tăng mạnh từ trong năm 2025



Nguồn: VPA, TPS Research

Cần theo dõi yếu tố nguồn cung tại khu vực Cái Mép Thị Vải hình thành trong giai đoạn sau 2030.

Dự án Cảng Trung chuyển Quốc tế Cần Giò (Cảng TTQT Cần Giò)

- Do Công ty cổ phần Cảng Sài Gòn (HOSE: SGP) và Terminal Investment Limited Holding S.A (thành viên của MSC, một hãng tàu biển lớn hàng đầu thế giới) đề xuất. Dự án được thực hiện tại Cù lao Gò Con Chó, huyện Cần Giò, TP.HCM. Tổng vốn đầu tư 5.45 tỷ USD, tổng quy mô khoảng 571 ha, cầu cảng dài 7km, có thể tiếp nhận tàu container trọng tải lớn nhất hiện nay 250,000 DWT (24,000 TEU).
- Dự kiến cảng này được phân kỳ đầu tư 2 giai đoạn. Trong đó, giai đoạn 1 trước năm 2030 tổ chức thực hiện đầu tư xây dựng, khai thác cảng, đầu tư 2/7 khu bến chính. Giai đoạn 2 (sau năm 2030 - 2045) sẽ tiếp tục đầu tư hoàn thành toàn bộ các khu bến chính còn lại.
- Hiện Cảng TTQT Cần Giò đã được chấp thuận chủ trương đầu tư theo Quyết định số 148/QĐ-TTg ngày 16/1/2025.

Dự án Cảng Cái Mép Hạ

- Do Liên danh nhà đầu tư Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) - Tập đoàn Geleximco - Công ty cổ phần Vận tải và Thương mại quốc tế (ITC) đề xuất. Dự án thuộc phường Phước Hòa, thị xã Phú Mỹ, tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu nằm ở cửa sông, có luồng hàng hải rộng và sâu, cho phép tiếp nhận tàu trọng tải lớn. Tổng quy mô dự án ~351 ha, tổng vốn đầu tư ~51,000 tỷ VND. Dự kiến Giai đoạn 1 (2024-2030) sẽ đầu tư 2 bến với tổng chiều dài 0.9km, tiếp nhận cỡ tàu tải trọng đến 250,000 DWT.
- Về tiến độ pháp lý, hiện dự án chưa được phê duyệt chủ trương đầu tư và vẫn đang chờ xin ý kiến của UBND tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu.

Theo quan điểm của chúng tôi, hiện tại hai dự án trên mới chỉ dừng ở mức đề xuất (Cảng Cái Mép Hạ) và chấp thuận chủ trương đầu tư (Cảng TTQT Cần Giò), để dự án được khởi công nhà đầu tư còn phải thực hiện nhiều bước tiếp theo như báo cáo nghiên cứu khả thi, lập quy hoạch 1/2000, 1/500, quyết định chuyển mục đích sử dụng đất, báo cáo đánh giá tác động môi trường,... Do đó chúng tôi cho rằng nguồn cung tại khu vực Cái Mép Thị Vải sẽ vẫn giữ ổn định cho đến ít nhất năm 2030. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý về việc gia tăng nguồn cung từ các dự án trên có thể sẽ ảnh hưởng đáng kể đến vị thế của cảng GML trong giai đoạn sau 2030, dù cần thêm thời gian để đánh giá.

Phối cảnh Dự án Cảng Trung chuyển Quốc tế Cần Giò



Phối cảnh Dự án Cảng Cái Mép Hạ



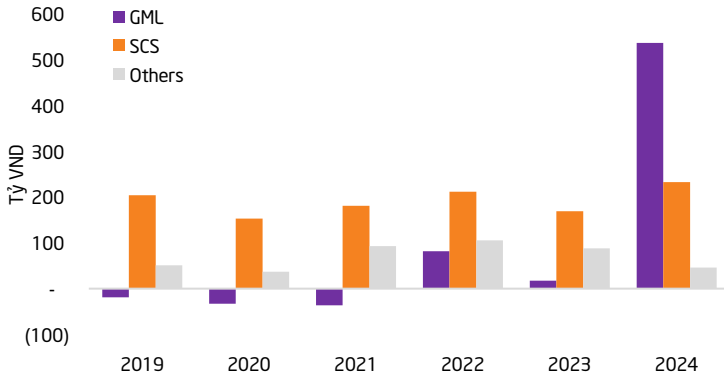
Nguồn: TPS Research tổng hợp

Tình hình kinh doanh 2024

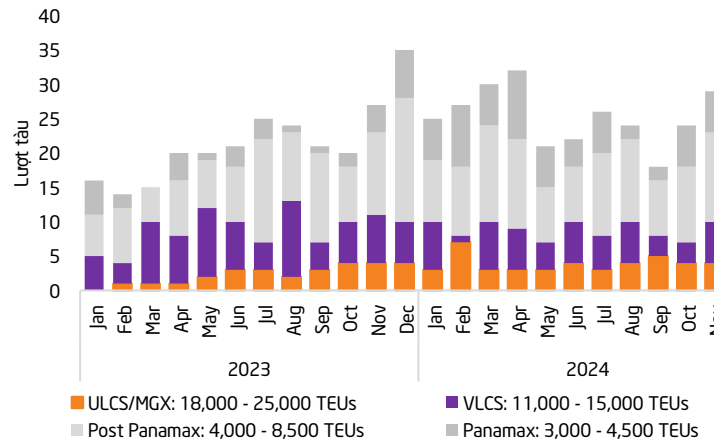
| Dvt: Tỷ VND | Q4/2024 | Q4/2023 | %yoy | 2024 | 2023 | %yoy | Diễn giải |
|--|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--|
| Doanh thu thuần | 1,412 | 1,034 | 36.6% | 4,832 | 3,846 | +25.6% | <p>1. Sản lượng khai thác: - Q4/2024, hệ thống cảng (bao gồm cả Gemalink – GML) của GMD đạt sản lượng khai thác container = 1.27 triệu TEU (+39% yoy), trong đó nhóm cảng miền Nam tăng +30% yoy; miền Bắc +60% yoy. - Luỹ kế 2024, GMD ghi nhận sản lượng toàn hệ thống = 4.4 triệu TEU (+47% yoy), trong đó nhóm cảng miền Nam +59% yoy, miền Bắc +26% yoy. - Kết quả này được thúc đẩy từ (1) Hoàn thành nâng cấp luồng Hà Nam từ Q3/2024 (2) NVĐ và GML đều ghi nhận thêm các tuyến dịch vụ mới khai thác trong 2024 (3) Tình trạng tắc nghẽn cảng tại Singapore.</p> <p>2. Doanh thu thuần: Q4/2024 = 1,412 tỷ VND (+36.6% yoy); Năm 2024 = 4832 tỷ VND (+25.6% yoy); - Các yếu tố hỗ trợ gồm (1) Hệ thống cảng đạt hiệu suất khai thác cao (2) Mặt bằng giá xếp dỡ container tăng 10% theo Thông tư số 39/TT – BGTVT.</p> <p>3. Lợi nhuận gộp: - Q4/2024 = 629 tỷ VND (+47.8% yoy); - 2024 = 2162 tỷ VND (+21.7% yoy).</p> <p>4. Biên lợi nhuận gộp 2024 = 44.7%, thấp hơn cùng kỳ -1.5 ppt, chủ yếu do KQKD mảng logistics & khác kém khả quan. Trong khi mảng khai thác cảng ghi nhận biên LNG = 46.8% (+2.7 ppt yoy).</p> <p>5. Lãi lỗ LDLK: - Đóng góp từ GML trong Q4 và 2024 = 229 tỷ VND và 537 tỷ VND, gấp 3.2 lần và 31.4 lần yoy. Năm 2024, cảng GML đạt công suất 116% (2023 chỉ đạt 68%). - Đóng góp từ SCS năm 2024 = ~232 tỷ VND (+37.7% yoy). Trong T2/2024 SCS giành được hợp đồng cung cấp dịch vụ cho Qatar Airway, giúp sản lượng khai thác hàng quốc tế tăng mạnh trong 2024 (+49.6% yoy).</p> <p>6. Chi phí SG&A: Trong Q4/2024, chi phí cho tiền lương nhân viên quản lý, chi mua ngoài và chi phí cho hoạt động bán hàng đều ghi nhận tăng mạnh so với cùng kỳ. Ngược lại, các chi phí khác được tiết giảm mạnh, giúp cho tổng chi phí SG&A được kiểm soát. Tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu năm 2024 = 16.9% (-0.3 ppt yoy).</p> <p>7. Lãi lỗ khác: Chi phí khác Q4/2024 = 458 tỷ VND, gấp ~8x cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân có thể đến từ việc kết chuyển chi phí ~338 tỷ VND của các dự án trồng cao su phát sinh trong Q4/2024. Điều này đã tác động đáng kể đến kết quả lợi nhuận ròng.</p> <p>8. Lợi nhuận: - Dù vậy, tăng trưởng lợi nhuận Q4/2024 vẫn khá cao khi so với mức nền thấp của cùng kỳ. LNST = 235 tỷ VND (+85.6% yoy), Biên LNR = 16.6% (+4 ppt yoy). - Luỹ kế 2024, lợi nhuận trước thuế (LNST), sau khi điều chỉnh lợi nhuận bất thường từ thoái vốn cảng, đạt 1,770 tỷ VND, tăng +35.4% yoy.</p> |
| - Khai thác cảng | 1,277 | 825 | 54.8% | 4,201 | 2,942 | +42.8% | |
| - Logistics & khác | 135 | 209 | -35.5% | 632 | 903 | -30.1% | |
| Lợi nhuận gộp | 629 | 426 | 47.8% | 2,162 | 1,776 | +21.7% | |
| - Khai thác cảng | 578 | 330 | 75.3% | 1,965 | 1,298 | +51.3% | |
| - Logistics & khác | 51 | 96 | -46.5% | 197 | 478 | -58.8% | |
| Biên LNG | 44.6% | 41.2% | | 44.7% | 46.2% | | |
| Doanh thu tài chính | 29 | 24 | 20.9% | 418 | 1,941 | -78.5% | |
| Chi phí tài chính | 33 | 25 | 31.5% | 150 | 155 | -2.9% | |
| Lãi/lỗ LDLK | 313 | 139 | 124.5% | 816 | 274 | +197.4% | |
| Chi phí SG&A | 270 | 276 | -2.1% | 816 | 661 | +23.4% | |
| Lợi nhuận HDKD | 685 | 288 | 137.8% | 2,429 | 3,177 | -23.6% | |
| Lãi/lỗ khác | (334) | (35) | | (349) | (30) | | |
| LNST | 351 | 253 | 38.6% | 2,080 | 3,147 | -33.9% | |
| LNST | 356 | 192 | 85.6% | 1,905 | 2,534 | -24.8% | |
| LNST Cty mẹ | 235 | 115 | 104.3% | 1,459 | 2,251 | -35.2% | |
| Biên LNR | 16.6% | 11.1% | | 30.2% | 58.5% | | |
| SG&A/Doanh thu | 19.1% | 26.7% | | 16.9% | 17.2% | | |
| Điều chỉnh giảm thu nhập bất thường | | | | | | | |
| Lợi nhuận HDKD | | | | 2,119 | 1,336 | +58.6% | |
| LNST | | | | 1,770 | 1,307 | +35.4% | |

Nguồn: GMD, TPS Research

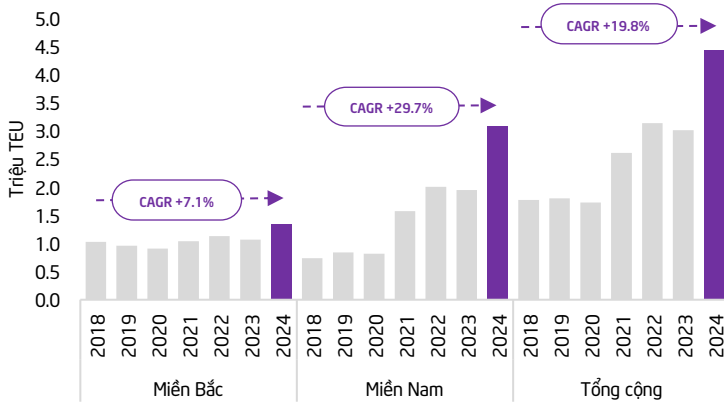
GML đóng góp lớn vào lợi nhuận LDLK của GMD trong năm 2024, khi công suất khai thác cảng GML đạt 116%



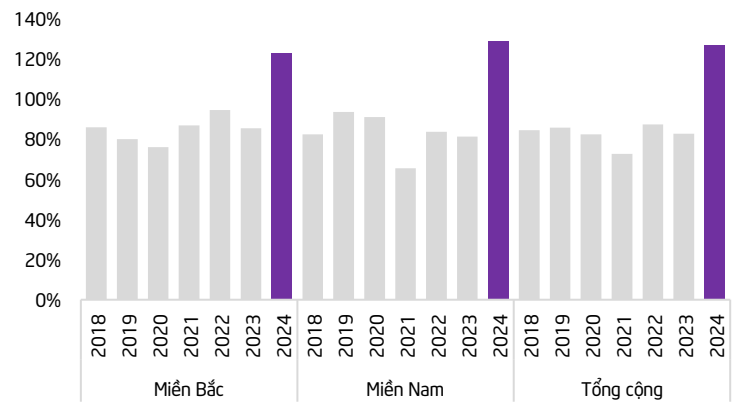
Biến động lượt tàu vào cảng Gemalink theo kích cỡ



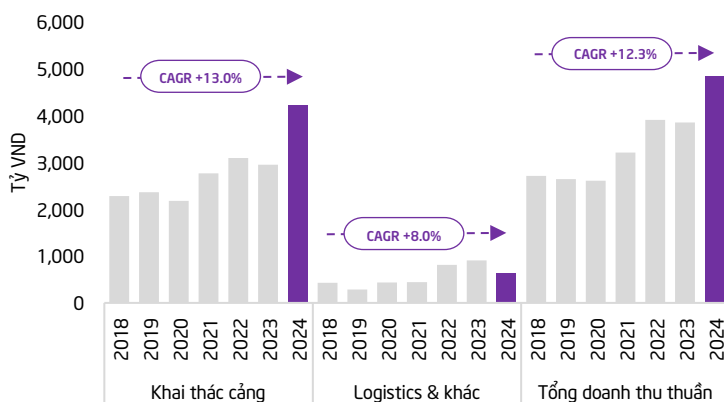
Sản lượng khai thác container trong hệ thống cảng biển của GMD



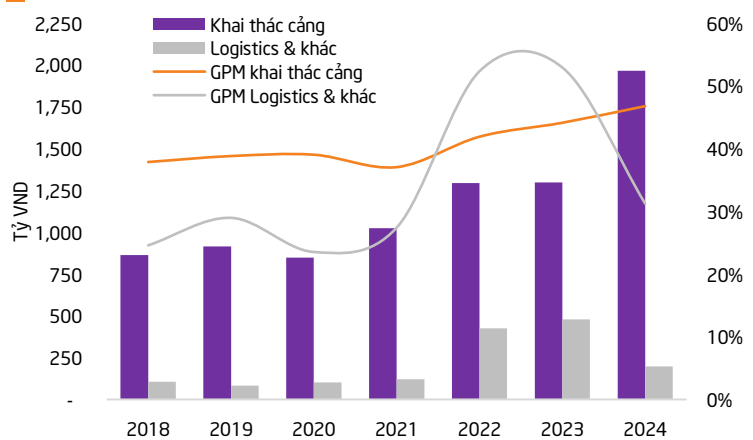
Hệ thống cảng biển của GMD đạt công suất khai thác vượt trội trong năm 2024



Doanh thu mảng khai thác cảng tăng mạnh nhờ thị trường thuận lợi



Biến động lợi nhuận gộp & Biên LNG mảng kinh doanh chính



Nguồn: GMD, TPS Research

Dự phóng KQKD 2025F

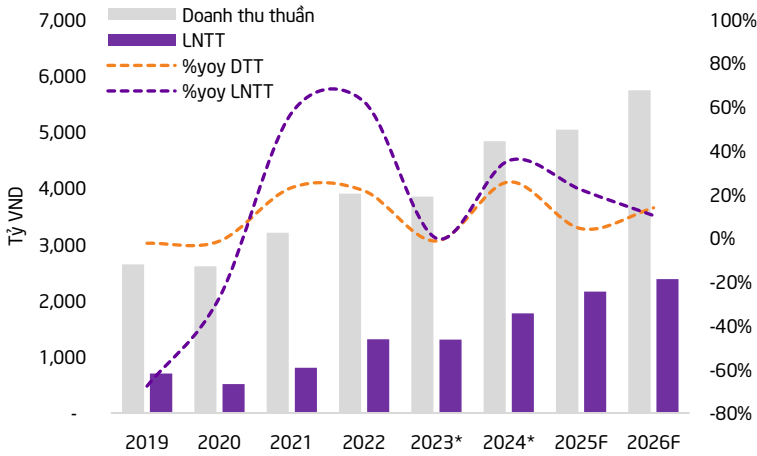
| Đvt: Tỷ VND | 2024A | 2025F | %yoy | 2026F | %yoy | Diễn giải |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---|
| **Sản lượng khai thác (triệu TEU) | 4.43 | 4.35 | -2.0% | 4.76 | +9.6% | <p>1. Sản lượng khai thác 2025F, bao gồm cả GML, dự phóng giảm nhẹ -2.0% yoy bởi các yếu tố (1) Tình trạng tắc nghẽn cảng tại Singapore đã được giải quyết & (2) Xu hướng front-loading đã giảm dần so với thời điểm cuối 2024, Tuy nhiên chúng tôi cho rằng sản lượng khai thác hệ của GMD sẽ tiếp tục vượt công suất thiết kế từ 9-18% (dù thấp hơn yoy) nhờ (1) Việt Nam hưởng lợi từ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung (2) Cảng NDV vẫn duy trì lợi thế.</p> <p>Với năm 2026F, chúng tôi dự phóng sản lượng đạt ~4.76 triệu TEU (+9.6% yoy) nhờ GD3 cảng NDV bắt đầu khai thác từ Q1/2026.</p> <p>2. Doanh thu thuần 2025F = 5,112 tỷ VND, +5.8% yoy, trong đó: - Mảng khai thác cảng = 4,405 tỷ VND, +4.9% yoy nhờ (1) Cảng Nam Đình Vũ và cảng Bình Dương & Phước Long ICD duy trì công suất khai thác cao (2) giá khai thác bình quân/TEU tăng nhẹ ~4.5% yoy. - Mảng Logistics = 708 tỷ VND, +12% yoy nhờ công ty đầu tư thêm 02 tàu container (size 1,800 TEU) và 07 tàu sà lan (sức chở 248 TEU). - Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần 2026F sẽ có mức tăng trưởng tích cực, đạt 5,683 tỷ VND (+11.2% yoy), nhờ sản lượng đóng góp từ GD 3 cảng NDV, với công suất khai thác ~40%.</p> <p>3. Doanh thu tài chính 2025F dự phóng -86.4% yoy với giả định không có đóng góp từ hoạt động thoái vốn các khoản đầu tư. Dù GMD cho biết sẽ thực hiện thoái vốn mảng cao su trong năm 2025, tuy nhiên do công ty chưa công bố kế hoạch chi tiết nên chúng tôi chưa phản ánh yếu tố này vào KQKD 2025F.</p> <p>4. Chi phí tài chính +9.3% yoy chủ yếu do chúng tôi dự phóng mặt bằng lãi suất sẽ tăng nhẹ trong 2025F.</p> <p>5. Lãi/lỗ LDLK = 874 tỷ VND (+7.2% yoy), trong đó: - Cảng Gemalink: Chúng tôi dự phóng lợi nhuận đóng góp của GML trong năm 2025 đạt 544 tỷ VND (+1.3% yoy) trên cơ sở công suất khai thác đạt 109% & giá khai thác bình quân/TEU +8.0% yoy. - SCSC: Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận đóng góp năm 2025 khoảng 269 tỷ VND (+7.1% yoy) với các giả định: (1) Sản lượng khai thác tăng nhẹ +6.3% yoy trên mức nền cao năm 2024, (2) Tăng trưởng của sản lượng hàng hóa quốc tế dự phóng +4.4% yoy, chậm hơn so với 2024, khi chúng tôi cho rằng với bối cảnh giá cước vận chuyển đường biển đang giảm mạnh sẽ làm tăng áp lực cạnh tranh đối với vận chuyển hàng hóa bằng hàng không (3) Giá dịch vụ khai thác bình quân/tấn đi ngang +1.8% yoy.</p> <p>Chúng tôi ước tính LNST 2025F đạt 1,492 tỷ VND (+2.3% yoy). LNNT 2025F = 2193 tỷ VND, vẫn tăng +23.9%yoy sau khi loại bỏ thu nhập bất thường từ thoái vốn cảng Nam Hải trong năm 2024. Tóm lại, tăng trưởng lợi nhuận 2025F đến từ (1) Hệ thống cảng của GMD vẫn duy trì công suất khai thác cao trong 2025, dù thấp hơn yoy (2) Giá khai thác bình quân/TEU cảng Gemalink kỳ vọng +8.0% yoy nhờ vị thế cảng nước sâu và không gặp áp lực nguồn cung mới trong 2025. (3) KQKD của mảng logistics phục hồi nhờ năng lực khai thác được tăng cường.</p> |
| Doanh thu thuần | 4,832 | 5,112 | 5.8% | 5,683 | +11.2% | |
| - Khai thác cảng | 4,201 | 4,405 | 4.9% | 4,904 | +11.3% | |
| - Logistics & khác | 632 | 708 | 12.0% | 778 | +10.0% | |
| Lợi nhuận gộp | 2,162 | 2,264 | 4.7% | 2,537 | +12.1% | |
| - Khai thác cảng | 1,965 | 2,041 | 3.9% | 2,303 | +12.8% | |
| - Logistics & khác | 197 | 223 | 13.3% | 234 | +4.8% | |
| Biên LNG | 44.7% | 44.3% | | 44.6% | | |
| Doanh thu tài chính | 418 | 57 | -86.4% | 76 | +33.5% | |
| Chi phí tài chính | 150 | 160 | 6.4% | 175 | +9.3% | |
| Lãi/lỗ LDLK | 816 | 874 | 7.2% | 994 | +13.7% | |
| Chi phí SG&A | 816 | 813 | -0.4% | 976 | +20.0% | |
| Lợi nhuận HĐKD | 2,429 | 2,222 | -8.5% | 2,456 | +10.5% | |
| Lãi/lỗ khác | (349) | (28) | | (15) | | |
| LNNT | 2,080 | 2,193 | 5.5% | 2,441 | +11.3% | |
| LNST | 1,905 | 1,913 | 0.4% | 2,136 | +11.6% | |
| LNST Cty mẹ | 1,459 | 1,492 | 2.3% | 1,768 | +18.5% | |
| Biên LNR | 30.2% | 29.2% | | 31.1% | | |
| SG&A/Doanh thu | 16.9% | 15.9% | | 17.2% | | |
| Điều chỉnh giảm thu nhập bất thường | | | | | | |
| Lợi nhuận HĐKD | *2,119 | 2,222 | +4.8% | 2,456 | +10.5% | |
| LNNT | *1,770 | 2,193 | +23.9% | 2,441 | +11.3% | |

*Loại bỏ lợi nhuận từ thoái vốn cảng Nam Hải

**Đã bao gồm sản lượng khai thác container của cảng Gemalink

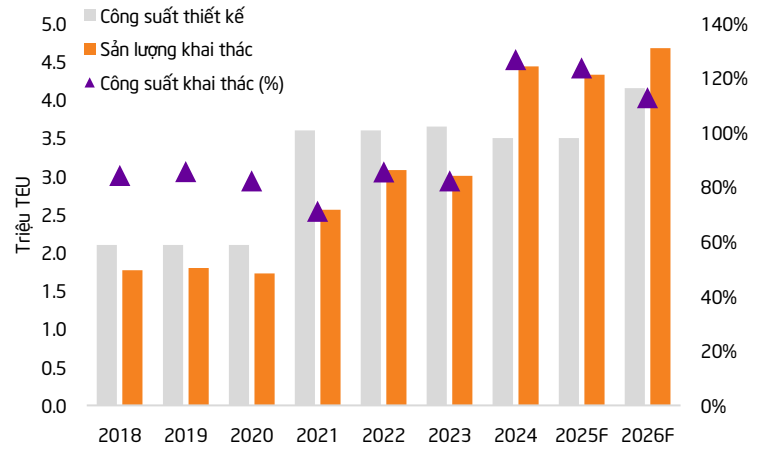
Nguồn: TPS Research

Biến động doanh thu thuần & LNTT của GMD

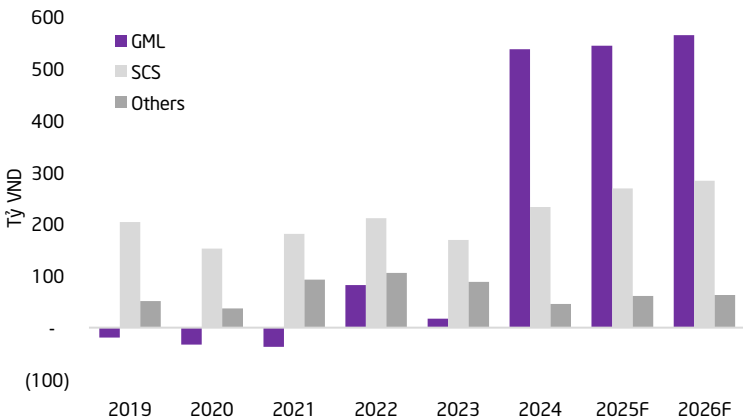


*Điều chỉnh giảm thu nhập bất thường đối với LNTT

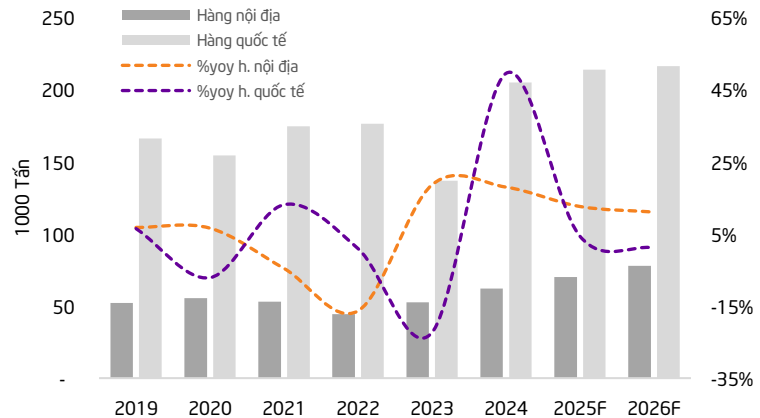
Sản lượng & công suất khai thác container toàn hệ thống cảng của GMD



Lãi/lỗ từ các công ty liên doanh liên kết của GMD



Sản lượng khai thác hàng hoá của SCSC



Nguồn: GMD, TPS Research

Kết quả định giá

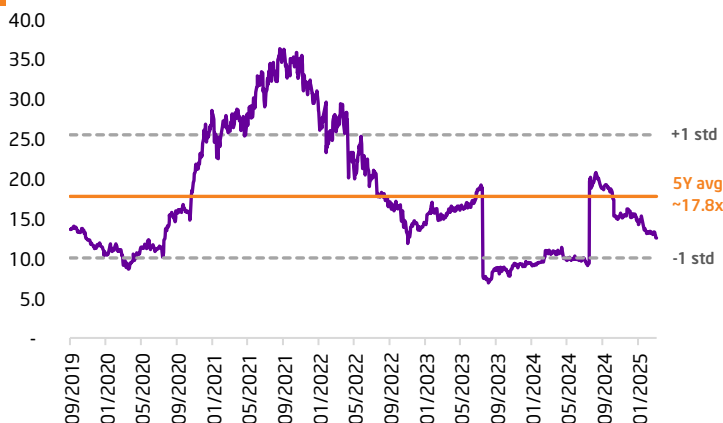
Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP – Sum of the part) để thể hiện giá trị của từng mảng kinh doanh đóng góp trong giá trị định giá của doanh nghiệp, với một số giả định sau:

- **Mảng khai thác cảng & logistics/Cảng Gemalink/SCSC:** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để xác định giá trị của mảng này. Giả định WACC = 10%. Đối với SCSC chúng tôi sử dụng WACC = 12%.
- **Các dự án cao su:** Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/B để xác định giá trị của mảng này. Do không có dữ liệu so sánh tại thị trường Campuchia nên chúng tôi lựa chọn so sánh với các doanh nghiệp cao su đang niêm yết tại thị trường Việt Nam, quy mô vốn hóa được lựa chọn từ 500 – 1,000 tỷ VND. Chúng tôi xác định P/B mục tiêu 0.7x sau khi đã chiết khấu với tỷ lệ 60% để phản ánh rủi ro thanh khoản khi thanh lý.
- **Các mảng khác:** Do không có nhiều thông tin để đánh giá nên chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách.

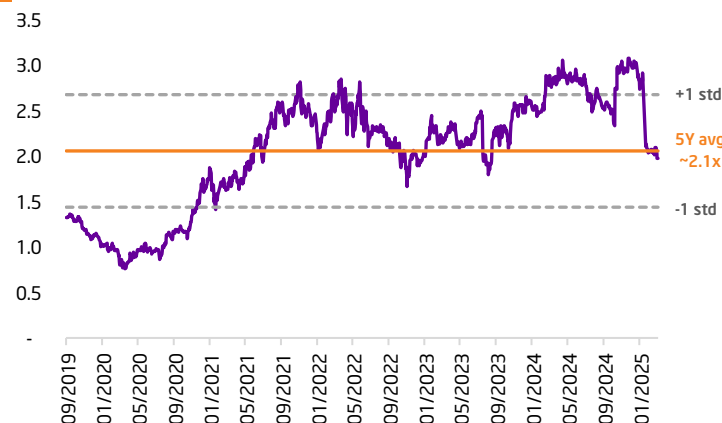
Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của GMD** trong vòng 12 tháng ở mức **67,700 VND/cp**, upside +14.7% so với giá đóng cửa ngày 24/03/2025. Chúng tôi giả định cổ tức cho năm 2024 = 20% tiền mặt, tương đương tỷ suất cổ tức (dividend yields) = 3.4%. Chúng tôi đưa ra **khuyến nghị MUA** đối với GMD với **tổng mức sinh lời kỳ vọng = 18.1%**.

| Mảng kinh doanh | Phương pháp | Tỷ lệ sở hữu của GMD (%) | Giá trị (Tỷ VND) | Giá trị thuộc về GMD (Tỷ VND) |
|---|-------------|--------------------------|------------------|-------------------------------|
| Khai thác cảng & logistics | DCF | 100% | 12,110 | 12,110 |
| Cảng Gemalink | DCF | 65.13% | 17,093 | 11,133 |
| SCSC | DCF | 36.24% | 7,659 | 2,776 |
| Mảng cao su | P/B | 100% | 954 | 954 |
| Others | BV | 100% | 1,051 | 1,051 |
| Tổng giá trị các mảng kinh doanh | | | | 28,023 |
| Số lượng CPLH (Triệu CP) | | | | 414 |
| Giá mục tiêu (VND/CP) | | | | 67,700 |
| Giá đóng cửa (24/03/2025) | | | | 59,000 |
| Upside (%) | | | | 14.7% |
| Dividend Yields (%) | | | | 3.4% |
| Tổng sinh lời kỳ vọng (%) | | | | 18.1% |

Biến động P/E của GMD



Biến động P/B của GMD



Nguồn: FiinPro, TPS Research

Rủi ro đầu tư

- Dự án Cảng Nam Đình Vũ GD 3 và Gemalink GD 2 đưa vào khai thác chậm hơn kỳ vọng.
- Rủi ro hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam bị Mỹ áp thuế đối ứng cao hơn dự kiến.
- Áp lực cạnh tranh khu vực cảng biển Hải Phòng lớn hơn dự kiến.
- Lợi nhuận từ các công ty liên doanh liên kết thấp hơn kỳ vọng.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Đvt: Tỷ VND

| Kết quả kinh doanh | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần | 3,898 | 3,846 | 4,832 | 5,112 |
| Giá vốn hàng bán | 2,180 | 2,068 | 2,671 | 2,848 |
| Lợi nhuận gộp | 1,718 | 1,778 | 2,162 | 2,264 |
| <i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i> | 44.1% | 46.2% | 44.7% | 44.3% |
| Lợi nhuận hoạt động tài chính | (142) | 1,786 | 267 | (108) |
| Chi phí bán hàng và QLDN | 667 | 661 | 816 | 813 |
| Lợi nhuận thuần từ HĐKD | 1,309 | 3,177 | 2,429 | 2,222 |
| Lợi nhuận khác | (0) | (30) | (349) | (28) |
| Lợi nhuận trước thuế | 1,308 | 3,147 | 2,080 | 2,193 |
| Lợi nhuận sau thuế | 1,161 | 2,534 | 1,905 | 1,913 |
| LNST của cổ đông Công ty mẹ | 994 | 2,251 | 1,459 | 1,492 |

| Bảng cân đối kế toán | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tài sản ngắn hạn | 2,619 | 3,380 | 6,676 | 3,953 |
| Tiền và tương đương tiền | 1,364 | 1,472 | 3,964 | 1,256 |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn | 82 | 359 | 1,021 | 1,021 |
| Các khoản phải thu ngắn hạn | 868 | 1,193 | 1,235 | 1,247 |
| Hàng tồn kho | 83 | 68 | 83 | 73 |
| Tài sản ngắn hạn khác | 222 | 288 | 372 | 356 |
| Tài sản dài hạn | 10,226 | 10,166 | 11,310 | 14,843 |
| Phải thu dài hạn | 45 | 40 | 45 | 45 |
| Tài sản cố định | 3,262 | 4,166 | 4,033 | 5,676 |
| Đầu tư tài chính dài hạn | 3,065 | 3,125 | 3,841 | 4,714 |
| Tài sản dở dang dài hạn | 2,790 | 1,759 | 1,717 | 2,645 |
| Tài sản dài hạn khác | 1,057 | 1,091 | 1,711 | 1,794 |
| TỔNG TÀI SẢN | 12,844 | 13,546 | 17,986 | 18,797 |
| Nợ phải trả | 5,083 | 3,814 | 4,232 | 4,514 |
| Nợ ngắn hạn | 3,211 | 1,915 | 2,107 | 2,443 |
| Nợ dài hạn | 1,872 | 1,898 | 2,125 | 2,071 |
| Vốn chủ sở hữu | 7,948 | 9,732 | 13,753 | 14,283 |
| Vốn điều lệ | 3,014 | 3,059 | 4,140 | 4,202 |
| TỔNG NGUỒN VỐN | 13,031 | 13,546 | 17,986 | 18,797 |

| Lưu chuyển tiền tệ | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F |
|--|--------------|--------------|--------------|----------------|
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh | 2,299 | (3) | 1,647 | 2,008 |
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư | (1,235) | 915 | (1,495) | (4,177) |
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính | (296) | (772) | 2,362 | (565) |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ | 768 | 140 | 2,514 | (2,733) |
| Tiền & tương đương tiền đầu kỳ | 637 | 1,364 | 1,472 | 3,989 |
| Tiền & tương đương tiền cuối kỳ | 1,406 | 1,507 | 3,989 | 1,256 |

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên TPS không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo.

Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. TPS và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của TPS và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này.

TPS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. TPS sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này. TPS nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của TPS.

Chuyên gia phân tích cổ phiếu

Lê Quốc Đạt

028 7301 3839 (Ext 838)

datlq@tpbs.com.vn

Giám đốc Phân tích cổ phiếu & thị trường

Hà Thị Thu Hằng

028 7301 3839 (Ext 471)

hanghtt@tpbs.com.vn

Giám đốc Trung tâm phân tích

Ngô Thị Lệ Thanh

028 7301 3839 (Ext 121)

thanhnt@tpbs.com.vn

LIÊN HỆ

PHÒNG PHÂN TÍCH - CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TIỀN PHONG (TPS)

 028 7301 3839

 tt.pt@tpbs.com.vn

 <https://www.tpbs.com.vn/>