

CTCP GEMADEPT – HSX: GMD

Vì tinh tú lấp lánh trên bầu trời

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu: 74,900

Upside: 21%

Ngành Cảng biển – Vận tải biển | BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

BSC đưa ra khuyến nghị **MUA** cổ phiếu GMD và đưa ra giá trị hợp lý cho năm 2025 = **74,900 VNĐ/CP** (Upside +21% so với giá đóng cửa ngày 17/1/2024) bằng phương pháp định giá từng phần (SOTP) do (i) giá CP đã được chiết khấu về vùng hợp lý (giảm 20% sau khi tạo đỉnh mới vào giữa năm 2024), (ii) tiềm năng tăng trưởng định giá của GML nhờ hưởng lợi từ xu hướng tích cực của XNK và chiến lược mở rộng quy mô tạo đà tăng lợi nhuận (CAGR 2024 – 2027 = 22%/năm).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận trung hạn bền vững với CAGR LNST 2023-2027 = 23% hậu giai đoạn tái cơ cấu nhờ

- Giá dịch vụ kỳ vọng tăng trung bình khoảng +3% tại Nam Đình Vũ và +6% tại Gemalink do còn “dư địa” tăng giá so với các nước trong khu vực.
- Sản lượng trung bình tăng +17%/năm nhờ đóng góp của 2 dự án mở rộng công suất. Trong đó, NĐV GĐ 3 và GML GĐ 2A sẽ đi vào hoạt động trong Q1/2026 và Q3/2026, lần lượt bổ sung thêm 650,000 TEUs (+67%) và 600,000 TEUs (+40%).

2 Định giá hiện tại đã bắt đầu chiết khấu về các vùng hấp dẫn trong quá khứ

GMD đang được giao dịch với EV/EBITDA FW 2025F = 12.2x lần, thấp hơn EV/EBITDA giai đoạn GML GĐ 1 = 13.3 lần và EV/EBITDA giai đoạn NĐV GĐ 2 = 14.38 lần.

ƯỚC TÍNH KQKD 2025F/2026F

2025F: DTT và LNST-CĐTS lần lượt đạt 5,024 tỷ VND (+8%) và 1,421 tỷ VND (+14% so với LN cốt lõi), EPS FW = 3,458 VNĐ/CP nhờ (i) cảng NĐV 1&2 và GML 1 được kỳ vọng duy trì hiệu suất 108%/117%, (ii) cảng NĐV 3 đóng góp 160,000 TEUs (20% hiệu suất).

2026F: DTT và LNST-CĐTS lần lượt đạt 5,485 tỷ VNĐ (+9%) và 1,543 tỷ VND (+8%), EPS FW = 3,726 VNĐ/CP nhờ (i) cảng GML 2A đi vào hoạt động – đóng góp 175,000 TEUs (35% hiệu suất), (ii) giá cước trung bình của GML tăng +6%.

RỦI RO: GML giai đoạn 2B được triển khai chậm hơn tiến độ và áp lực cạnh tranh từ cảng Lạch Huyện 3-4, 5-6 tại khu vực Hải Phòng.

KQKD	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	4,643	5,024	5,485	6,015
Lợi nhuận gộp	2,231	2,399	2,684	3,062
NPATMI	1,470	1,432	1,543	1,826
EPS	3,551	3,458	3,726	4,410

Trung tâm phân tích BSC

Trần Nguyên Tường Huy

(Chuyên viên phân tích)

Huytnt@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VNĐ):	62,000
Cổ phiếu LH (Triệu):	414
Vốn hoá (Tỷ VNĐ):	25,666
Thanh khoản 30n (Triệu):	3.018
Sở hữu nước ngoài:	47%

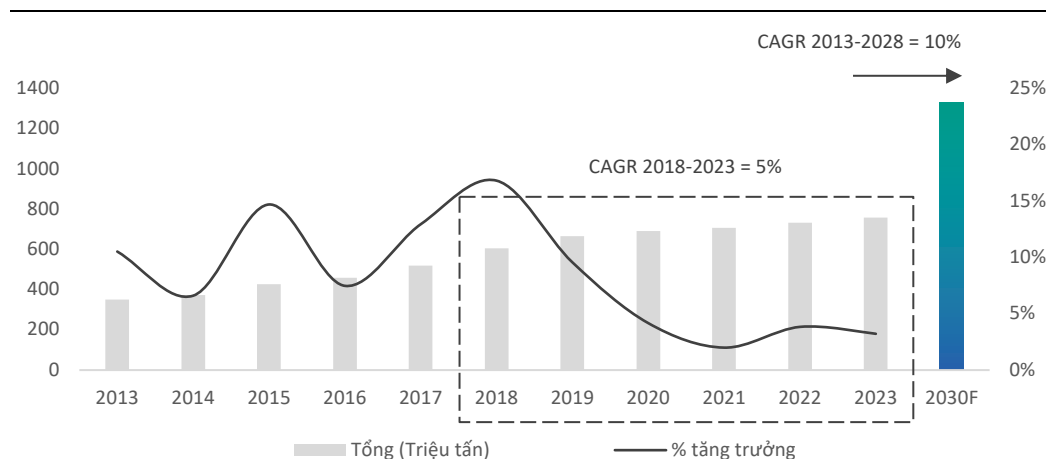
I. TỔNG QUAN NGÀNH

Nhu cầu xuất nhập khẩu (XNK) và xu hướng phát triển cảng nước sâu là động lực chính của ngành, thúc đẩy tăng trưởng sản lượng hàng hoá thông qua các cảng biển Việt Nam với CAGR 2023-2030 = 10% (cao hơn so với giai đoạn CAGR 2018-2023 = 5%).

Hình 1: Sản lượng hàng hoá thông qua cảng biển Việt Nam

Giai đoạn 2023 – 2030 có tốc độ tăng trưởng đạt 10%

Đơn vị: Triệu tấn



Nguồn: Tổng cục thống kê, FiinRatings

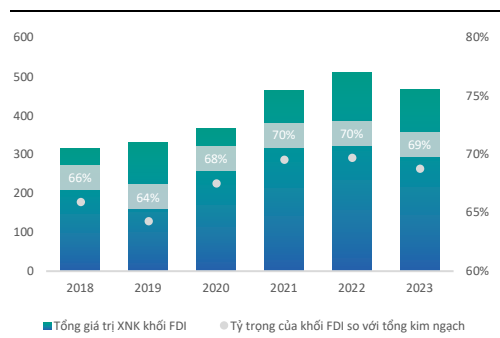
1.1 Triển vọng tăng trưởng XNK được dẫn dắt bởi (i) các hiệp định thương mại FTA, (ii) chính sách “China + 1”

- Các hiệp định thương mại FTA tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động giao thương hàng hoá. Mặt khác, đây là tiền đề thu hút nguồn vốn FDI và kích thích nhu cầu XNK của khối này, góp phần tăng trưởng tổng kim ngạch.
- Yếu tố cộng hưởng từ xu hướng đa dạng hoá chuỗi cung ứng “China + 1”, đẩy mạnh dòng vốn FDI vào các khu vực đồng bằng sông Hồng và Đông Nam Bộ (có các cửa ngõ giao thương với tuyến thương mại quốc tế).

Hình 2: Tổng giá trị XNK của khối FDI

Trung bình chiếm 68% tổng kim ngạch

Đơn vị: Tỷ USD

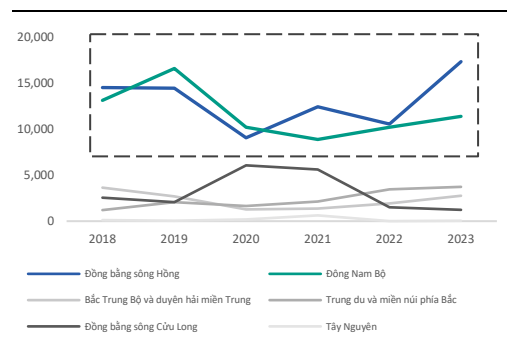


Nguồn: BSC tổng hợp

Hình 3: Vốn FDI đăng ký theo vùng

Tập trung tại khu vực ĐBSH và ĐNB

Đơn vị: Triệu USD



Nguồn: Bộ Tài nguyên và Đầu tư

1.2 Các cụm cảng nước sâu là trụ cột chính của ngành trong tương lai do (i) định hướng mạnh mẽ từ chính phủ, (ii) vị trí chiến lược trên tuyến thương mại và (iii) xu hướng gia tăng kích cỡ tàu

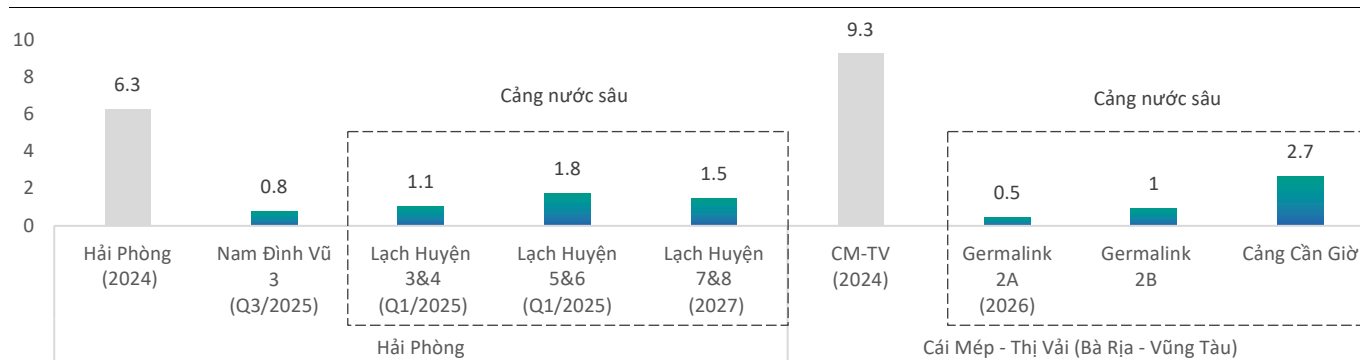
- **Định hướng trong việc phát triển cảng của ngũ quốc tế tại khu vực Hải Phòng, Hồ Chí Minh và Bà Rịa – Vũng Tàu** bởi đây là nơi tập trung nhiều khu công nghiệp lớn. Đặc biệt, dự án siêu cảng Cần Giờ vừa được phê duyệt – cho thấy quyết tâm của chính phủ trong việc đẩy mạnh phát triển hạ tầng cảng biển tại khu vực miền Nam.
- **Các cụm cảng nước sâu của Việt Nam thu hút được các đối tác liên doanh lớn** (CMA, Maerk và MSC) do là mắt xích quan trọng trên tuyến thương mại toàn cầu và hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển chuỗi sản xuất trước các rủi ro địa chính trị.
- **Các quy định mới của IMO dẫn đến xu hướng gia tăng các size tàu “Megamax”** (24.000 TEUs) nhằm cải thiện khối lượng hàng hoá vận chuyển, giảm thiểu khí thải và chi phí nguyên liệu – đòi hỏi các bến cảng phải đáp ứng điều kiện về độ mớn nước và chiều dài bến tàu.

→ BSC cho rằng ngành Cảng sẽ tiếp tục được hưởng lợi mạnh mẽ từ nhu cầu XNK trong nước (do hàng hoá XNK trung bình chiếm 67% sản lượng container thông qua các cảng). Trong đó, các cụm cảng nước sâu sẽ là nhóm có tăng trưởng đột phá về mặt sản lượng nhờ những dự án mở rộng công suất trong tương lai, đảm bảo năng lực làm hàng.

Hình 4: Các dự án mở rộng và xây mới tại các cụm cảng cốt lõi của Việt Nam

Đa phần các dự án bổ sung công suất đều đến từ cảng nước sâu

Đơn vị: Triệu TEUs

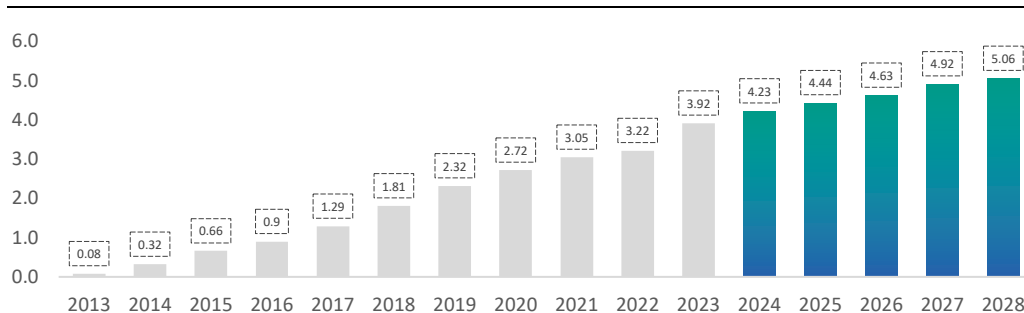


Nguồn: BSC tổng hợp

Hình 5: Tổng công suất đội tàu “Megamax” trên thế giới từ 2013 – 2028

Tính đến năm 2028, 3 hãng tàu lớn MSC, Maersk và CMA sẽ chiếm gần 50% tổng công suất

Đơn vị: Triệu TEUs



Nguồn: Alphaliner, BSC tổng hợp

II. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

2.1 Lịch sử doanh nghiệp

Công ty CP Gemadept (GMD) được thành lập từ năm 1990, là công ty niêm yết duy nhất sở hữu chuỗi 8 cảng dọc chiều dài Bắc – Nam với siêu Cảng nước sâu Gemalink (một trong 19 thương cảng hàng đầu thế giới). Công ty hiện đang chiếm 15.1% thị phần khai thác container tại Việt Nam với sản lượng đạt hơn 3 triệu TEUs.

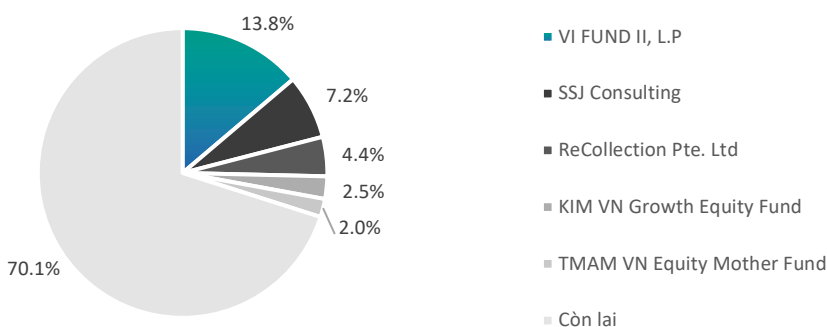
Bảng 1: Các giai đoạn hình thành và phát triển của Gemadept

Tiền phong (1990 – 2002)	Tiến bước (2002 – 2014)	Vươn xa (2014 – 2023)
Lấy ngành Cảng biển và Logistics làm cơ sở, GMD tiên phong trong việc khai thác các tuyến dịch vụ vận tải container và cảng biển tại Việt Nam.	Liên tục mở rộng quy mô tại miền Nam, đầu tư mới tại miền Bắc và miền Trung nhằm gia tăng năng lực khai thác. Mặt khác, GMD tích cực phát triển các cụm Logistics - hỗ trợ hệ sinh thái khép kín.	Hợp tác chiến lược với các đối tác lớn như CJ & CMA CGM, tiến hành tái cấu trúc doanh nghiệp nhằm tối ưu hoá năng lực vận hành, hoàn thiện chuỗi giá trị và khẳng định vị thế trong ngành.

Nguồn: GMD, BSC tổng hợp

2.2 Cơ cấu cổ đông

Hình 6: Cơ cấu cổ đông GMD



Nguồn: FiinRatings

Tính tới ngày 20/11/2024, GMD chủ yếu được sở hữu bởi các cổ đông tổ chức (chiếm 29.9% cổ phần). Ngoài ra, ban lãnh đạo và các bên liên quan chỉ nắm giữ 4.3% tỷ lệ sở hữu, còn lại là cổ đông cá nhân nhỏ lẻ khác. Ngoài ra, chính sách chia cổ tức của GMD ổn định qua các năm, với tỷ lệ chi trả 40-50%.

2.3 Cơ cấu doanh nghiệp

Hoạt động cốt lõi của công ty bao gồm (i) khai thác Cảng và (ii) dịch vụ Logistics, thông qua việc quản lý 20 công ty con và 16 công ty liên kết. Cụ thể, các công ty liên kết đóng góp trung bình khoảng 35% lợi nhuận sau hàng năm cho GMD. Ngoài ra, GMD có đầu tư vào lĩnh vực bất động sản và cao su.

III. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Kể từ năm 2018, GMD bắt đầu tiến hành tái phân bổ nguồn lực công ty với việc (i) thoái vốn mảng Logistics kém hiệu quả nhằm tối ưu hoá chi phí hoạt động, (ii) chuyển nhượng các cảng không còn lợi thế cạnh tranh và (iii) tập trung mở rộng quy mô tại các cảng chiến lược.

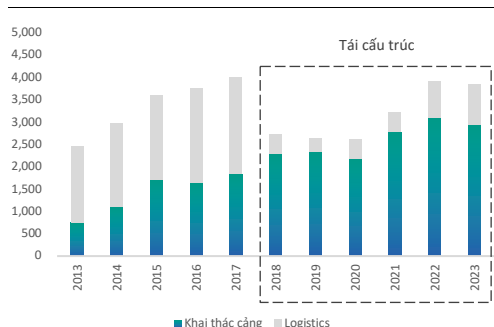
3.1 Cơ cấu doanh thu thay đổi song song với quá trình tái cấu trúc tập đoàn

Doanh thu mảng Cảng biển tăng trưởng đều đặn (CAGR = 5%) với biên lợi nhuận ổn định, trong khi mảng Logistics giảm mạnh với biên lợi nhuận đột phá. Cụ thể,

- Nguồn thu từ cảng biển tăng +50% (chiếm 83% tỷ trọng), biên LNG trung bình đạt 40%.
- Nguồn thu từ Logistic giảm -29% (chiếm 17% tỷ trọng), nhưng biên LNG trung bình đạt 36% (so với 13% trong giai đoạn trước).

Hình 7: Doanh thu các mảng cốt lõi

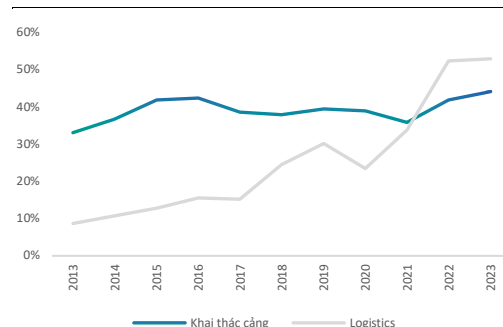
Đơn vị: Tỷ VNĐ



Nguồn: BSC tổng hợp

Hình 8: Biên LNG các mảng cốt lõi

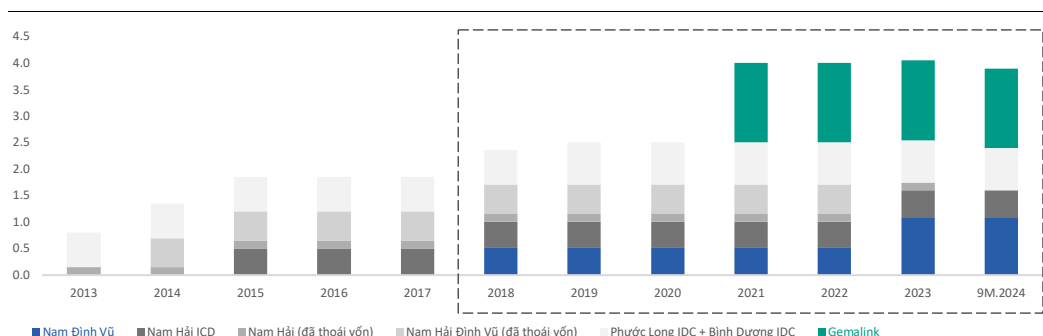
Đơn vị: Triệu USD



Nguồn: Bộ Tài nguyên và Đầu tư

→ Động lực tăng trưởng doanh thu mảng cảng biển trong cơ cấu tỷ trọng phần lớn đến từ sự bổ sung của Nam Đình Vũ (2018) và Gemalink (2021). Đặc biệt, cảng Gemalink là chất xúc tác – gia tăng biên LNG gộp cho mảng Logistic nhờ thúc đẩy nhu cầu sử dụng dịch vụ trung chuyển, kho vận và xử lý hàng hoá trong hệ sinh thái khép kín tại Phước Long và Bình Dương IDC.

Hình 9: Tổng hợp các cụm cảng của GMD



Nguồn: GMD, BSC tổng hợp

3.2 Vị trí chiến lược của các Cảng trọng điểm định hình lợi thế cạnh tranh của GMD so với đối thủ

Sau giai đoạn phát triển về số lượng, GMD hiện tập trung vào chất lượng tại các cảng có vị trí thuận lợi và công suất khai thác lớn (gồm NĐV và GML), nhằm duy trì và mở rộng lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ trong ngành.

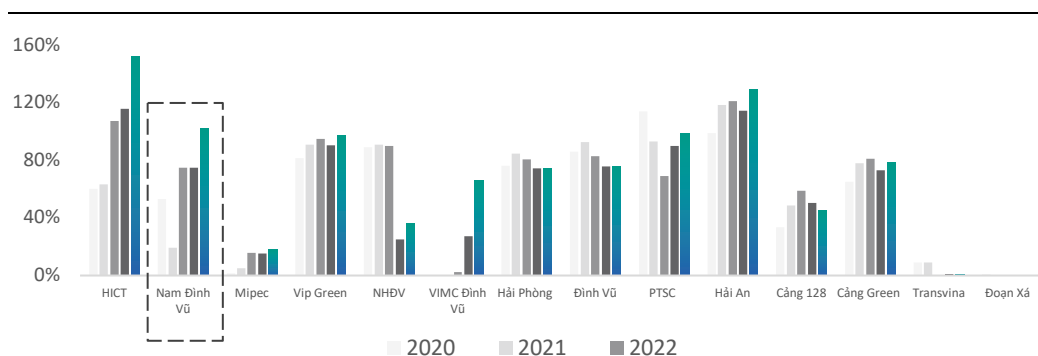
Bảng 2: Lợi thế cạnh tranh của cảng Nam Đình Vũ và Gemalink

Lợi thế	Cảng Nam Đình Vũ	Cảng Gemalink
Vị trí	✓ Tại cửa sông Cấm	✓ Tại cửa sông Cái Mép – Thị Vải
Năng lực	✓ Đón được tàu 48,000 DWT	✓ Đón được tàu 250,000 DWT
Công suất	✓ GD 1 & 2 = 1.5 triệu TEUs GD 3 = 0.5 triệu TEUs	✓ GD 1 = 1 triệu TEUs GD 2A & 2B = 1.5 triệu TEUs
Đối tác LDLK		✓ Hãng tàu CMA - CGM

Nguồn: GMD, BSC tổng hợp

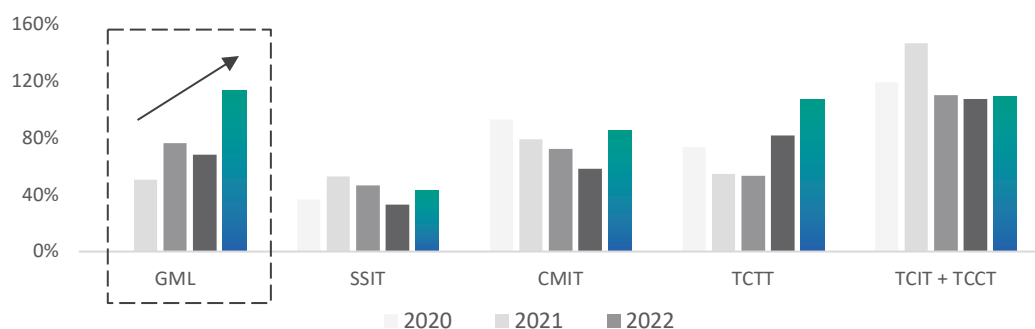
- **Cảng NĐV:** Giữa bối cảnh cạnh tranh gay gắt tại khu vực HP, NĐV luôn biết cách tận dụng tối đa lợi thế về vị trí thông qua việc **(i)** định kỳ nạo vét kênh đào Hà Nam hàng năm, đảm bảo tiếp nhận tàu có trọng tải lớn **(ii)** hoán vốn các cảng kém hiệu quả và luân chuyển tệp khách hàng cũ qua NĐV GD2, đảm bảo sản lượng, **(iii)** gấp rút triển khai đầu tư GD 3, tiếp tục bành trướng thị phần khai thác trong tương lai.
- **Cảng GML:** Khu vực CM-TV có mức độ cạnh tranh thấp hơn do quỹ đất hạn chế. Do vậy, GML tạo ra ưu thế dựa trên **(i)** vị trí thuận lợi với cầu bến dài giúp tiếp nhận được 2 tàu mẹ cùng lúc, **(ii)** có đối tác liên doanh đảm bảo nguồn hàng, **(iii)** sở hữu IDC và logistics phụ trợ giúp tăng vị thế đàm phán, **(iv)** còn “dư địa” mở rộng công suất với GD 2A và 2B.

Hình 10: Hiệu suất hoạt động của cảng Nam Đình Vũ tại Hải Phòng



Nguồn: VPA, BSC tổng hợp

Hình 11: Hiệu suất hoạt động của cảng Gemalink tại Cái Mép – Thị Vải



Nguồn: VPA, BSC tổng hợp

IV. CẬP NHẬT KQKD Q3/2024

Kết thúc Q3/2024, GMD ghi nhận KQKD tích cực với DTT = 1.234 tỷ VNĐ (+24% yoy), LNST-CĐTTS = 335 tỷ VNĐ (+32% yoy).

1. Động lực tăng trưởng doanh thu chính đến từ mảng khai thác cảng +40% yoy nhờ (i) thông lượng tại khu vực miền Bắc phục hồi từ mức nền thấp năm ngoái (+20% yoy), giúp cụm cảng NĐV hoạt động hết công suất với sản lượng đạt 332 nghìn TEUs (+18% yoy), (ii) giá cước xếp dỡ của cảng Bình Dương và Phước Long PIP tại khu vực miền Nam tăng +10%.

2. Mặc dù doanh thu tài chính giảm -86% yoy, chi phí SG&A tăng mạnh nhưng lãi ròng của GMD vẫn tăng ấn tượng nhờ (i) sản lượng phục hồi và (ii) đóng góp mạnh mẽ từ lợi nhuận LDLK.

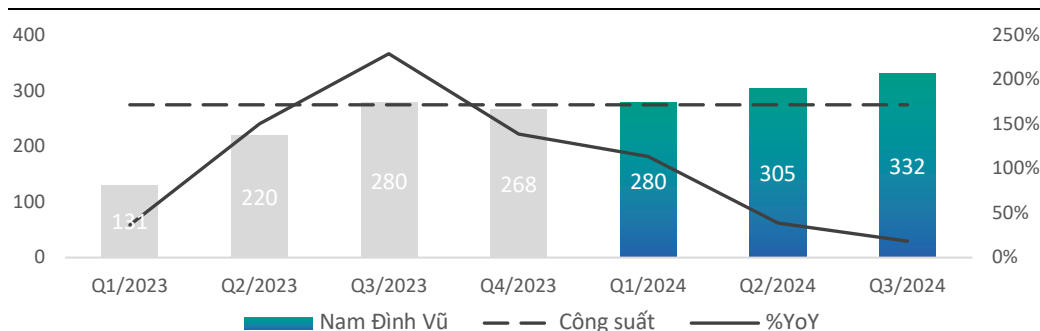
3. Lợi nhuận từ công ty LDLK tăng gấp 3 lần svck do lần lượt ghi nhận khoản lãi 152 tỷ VNĐ và 58 tỷ VNĐ từ GML và SCS, cụ thể:

- **KQKD tích cực của GML** do (i) hoạt động vượt công suất +127% với sản lượng đạt 475 nghìn TEU (+87% yoy), (ii) dự án nạo vét luồng CMTV hoàn thành từ đầu năm giúp nâng cao hiệu suất khai thác các tàu trọng tải lớn.
- **KQKD khả quan của SCS** do (i) tổng sản lượng hàng hóa +42% YoY nhờ có thêm hợp đồng mới với Qatar Airways, (ii) giá dịch vụ khai thác hàng hóa trung bình +11% YoY giúp biên gộp đạt 80% (cải thiện 2,2 điểm % YoY).

Hình 12: Sản lượng của cảng Nam Đình Vũ theo Quý

Cảng NĐV tăng trưởng 18% yoy, đạt 121% công suất trong Q3/2024

Đơn vị: Nghìn TEUs

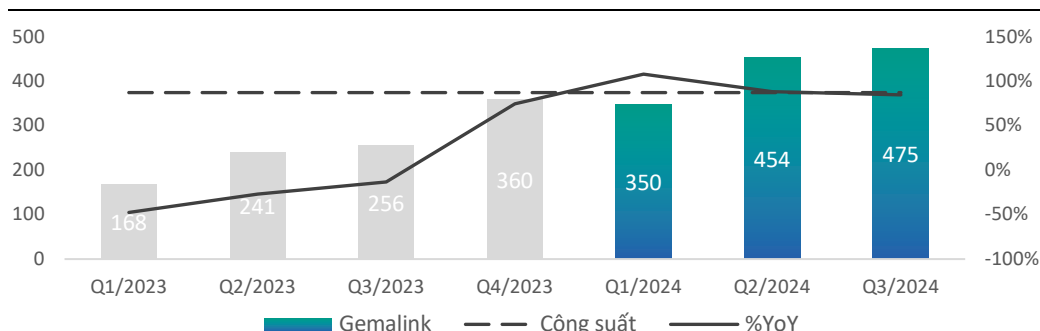


Nguồn: GMD, BSC tổng hợp

Hình 13: Sản lượng của cảng Gemalink theo Quý

Cảng GML tăng trưởng 85% yoy, đạt 127% công suất trong Q3/2024

Đơn vị: Nghìn TEUs



Nguồn: GMD, BSC tổng hợp

V. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

5.1 Tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận trung hạn bền vững với CAGR LNST 2023-2027 = 23% hậu giai đoạn tái cơ cấu nhờ

- **Giá dịch vụ trung bình tăng +3% tại NĐV và +6% tại GML** do còn “dư địa” tăng giá so với các nước trong khu vực.
- **Sản lượng trung bình tăng +17%/năm nhờ đóng góp của 2 dự án mở rộng công suất.** Trong đó, NĐV GĐ 3 và GML GĐ 2A sẽ đi vào hoạt động trong Q1/2026 và Q3/2026, lần lượt bổ sung thêm 650,000 TEUs (+67%) và 600,000 TEUs (+40%).

→ Chúng tôi đánh giá chiến lược mở rộng công suất là cần thiết để gia tăng thị phần tại khu vực cốt lõi – đảm bảo được tăng trưởng trong dài hạn. Tuy nhiên, các dự án mới sẽ mất một khoảng thời gian để đạt công suất tối ưu, chi tiết BSC ước tính:

Bảng 3: Ước tính hiệu suất của cảng NĐV 3 và GML 2A

Dự án	2025F	2026F	2027F	Ước tính
NĐV 3				Cảng NĐV 3 – đạt tỷ lệ lấp đầy 70% sau 3 năm HĐ do (i) tình trạng dư cung & cạnh tranh cao, (ii) yếu tố cộng hưởng từ sự bổ sung của cảng Lạch Huyện 3,4 và 5,6 với công suất 2 triệu TEUs trong Q1/2025.
Công suất	0.8	0.8	0.8	
Sản lượng	0.2	0.4	0.6	
% Hiệu suất	20%	50%	70%	
GML 2A				Cảng GML 2A – đạt tỷ lệ lấp đầy 70% sau 1 năm HĐ nhờ (i) GML GĐ 1 đã hoạt động vượt công suất từ Q2/2024, (ii) đảm bảo được nguồn cầu bền vững từ đối tác liên doanh CMA, (iii) không có thêm nguồn cung cảng mới trong 3-5 năm tới.
Công suất		0.5	0.5	
Sản lượng		0.2	0.4	
% Hiệu suất		35%	70%	

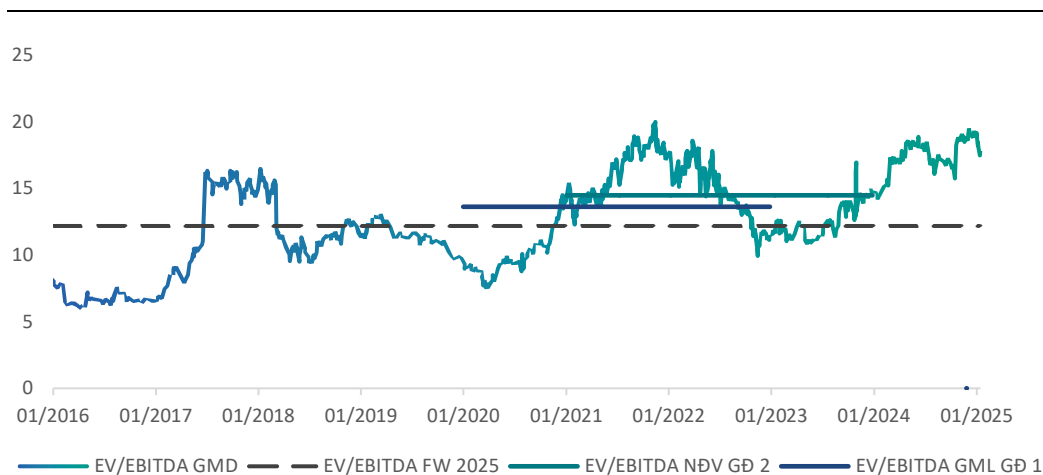
Nguồn: BSC Research

5.2 Định giá hiện tại đã bắt đầu chiết khấu về các vùng hấp dẫn trong quá khứ

GMD đang được giao dịch với EV/EBITDA FW 2025F = 12.2x lần, thấp hơn EV/EBITDA giai đoạn GML GD 1 = 13.3 lần và EV/EBITDA giai đoạn NĐV GD 2 = 14.38 lần.

→ BSC cho rằng GMD vẫn còn dư địa tăng trưởng về mặt định giá do chưa phản ánh hết tiềm năng từ việc mở rộng quy mô của 2 dự án mới.

Hình 14: EV/EBITDA GMD



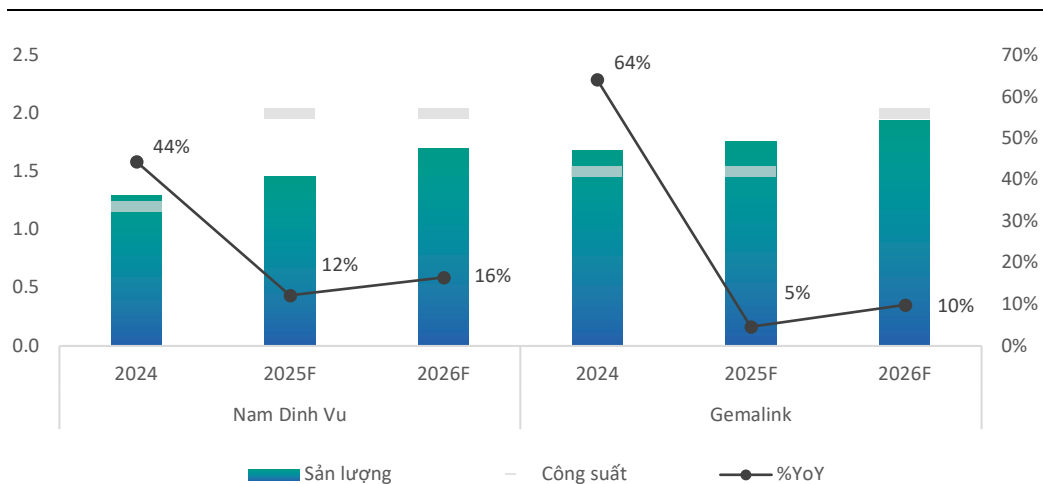
Nguồn: FiinPro

VI. QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

6.1 Dự phóng KQKD 2025F/2026F

Hình 15: Dự phóng sản lượng container tại NĐV và GML

Đơn vị: Triệu TEUs



Nguồn: BSC Research

KQKD (Tỷ đồng)	2023	2024E	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3,846	4,643	5,024	5,485
%yoy	-1%	21%	8%	9%
Lợi nhuận gộp	1,778	2,071	2,231	2,399
Chi phí bán hàng	(110)	(202)	(219)	(239)
Chi phí QLDN	(552)	(533)	(566)	(620)
EBIT	1,117	1,336	1,446	1,540
Thu nhập tài chính	1,941	520	270	271
Chi phí tài chính	(155)	(140)	(191)	(219)
Lãi/(lỗ) công ty LDLK	274	675	738	847
Thu nhập khác ròng	(30)	(66)	0	0
LNTT	3,147	2,325	2,264	2,439
LNST	2,534	1,909	1,859	2,003
LNST-CĐTS	2,251	1,470	1,432	1,543
EPS (VND)	7,207	3,551	3,458	3,726
LNTT cốt lõi	1,303	1,989	2,264	2,439
LNST cốt lõi	1,008	1,633	1,859	2,003
LNST-CĐTS cốt lõi	895	1,258	1,432	1,543
%yoy	-10%	41%	14%	8%
EPS cốt lõi (VND)	2,925	3,038	3,458	3,726
Biên LNG	46.2%	44.6%	44.4%	43.7%
Biên LNST-CĐTS	59%	32%	28%	28%
SGnA/DT	17%	16%	16%	16%

Nguồn: BSC Research

Triển vọng 2025/2026: Kỳ vọng mở rộng công suất

2025F: DTT và LNST-CĐTS lần lượt đạt 5,024 tỷ VND (+8%) và 1,421 tỷ VND (+14% so với cốt lõi), EPS FW = 3,458 VND/CP nhờ (i) cảng NĐV 1&2 và GML 1 được kỳ vọng duy trì hiệu suất 108%/117%, (ii) cảng NĐV 3 đóng góp 160,000 TEUs (20% hiệu suất).

2026F: DTT và LNST-CĐTS lần lượt đạt 5,485 tỷ VND (+9%) và 1,543 tỷ VND (+8%), EPS FW = 3,726 VND/CP nhờ (i) cảng GML 2A đi vào hoạt động – đóng góp 175,000 TEUs (35% hiệu suất), (ii) giá cước trung bình của GML tăng +6%.

6.2 Định giá và khuyến nghị

BSC đưa ra khuyến nghị **MUA** cổ phiếu GMD và đưa ra giá trị hợp lý cho năm 2025 = **74,900 VND/CP** (Upside +21% so với giá đóng cửa ngày 17/1/2024) bằng phương pháp định giá từng phần (SOTP) do (i) giá CP đã được chiết khấu về vùng hấp dẫn (giảm 20% sau khi tạo đỉnh mới vào giữa năm 2024), (ii) tiềm năng tăng trưởng định giá của GML nhờ hưởng lợi từ xu hướng tích cực của XNK và chiến lược mở rộng quy mô tạo đà tăng lợi nhuận (CAGR 2024 - 2027= 22%/năm).

Chi tiết, chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF và EV/EBITDA để định giá các mảng cốt lõi của GMD và Gemalink, do kỳ vọng các giai đoạn mở rộng quy mô mới sẽ đạt hiệu suất cao trong tương lai.

Bảng 4: Định giá của GMD theo phương pháp SOTP và giá mục tiêu

SUM OF THE PARTS VALUATION	Phương pháp	Giá trị 2024F	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị đóng góp
1. Mạng cốt lõi	FCFF	17,258	100%	17,258
2. Gemalink	EV/EBITDA	14,004	65%	9,120
3. SCS	FCFF	7,805	33%	2,609
4. Các công ty liên doanh Logistic	P/E	832	51%	424
5. Mạng cao su và BĐS	P/B	1,610	100%	1,610
Tổng giá trị vốn chủ sở hữu				31,022
Số lượng CP lưu hành				414
Giá mục tiêu				74,900
Giá đóng cửa ngày 17/01/2025				62,000
Upside				21%

Nguồn: BSC Research

Bảng 5: Định giá mạng cốt lõi của Gemadept dựa trên phương pháp FCFF với WACC = 10%

Phương pháp FCFF	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT*(1-T)	1,097	1,188	1,265	1,444	1,683	1,791
(+) Khấu hao	410	478	558	558	558	558
(-) Capex	(641)	(2,240)	0	0	0	0
(-) Thay đổi vốn lưu động	(166)	(565)	(602)	(688)	(734)	(779)
Unleveraged Free Cash Flow	700	(1,139)	1,221	1,314	1,507	1,571
Giá trị hiện tại của dòng tiền	700	(1,036)	1,010	988	1,030	976
Terminal value	17,664					
Giá trị hiện tại Terminal value	10,978					
Giá trị doanh nghiệp	14,646					
(-) Nợ vay	(2,147)					
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	5,198					
(-) Cổ đông thiểu số	(439)					
Giá trị vốn chủ	17,258					

Nguồn: BSC Research

Bảng 6: Định giá Gemalink dựa trên phương pháp EV/EBITDA với EV/EBITDA mục tiêu = 13 lần (ngang bằng EV/EBITDA trong giai đoạn khai thác GML GD 1)

Phương pháp EV/EBITDA	2024	2025F	2026F	2027F
EBITDA	1,202	1,333	1,553	1,795
EV/EBITDA mục tiêu				13
EV 2027F				23,335
EV chiết khấu				17,541
(-) Nợ vay				(3,538)
Giá trị vốn chủ				14,004

*Chúng tôi chiết khấu từ năm 2027 do kỳ vọng đây là thời điểm GML 2A sẽ lấp đầy 70% công suất..

Phụ lục

KQKD (Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	4,643	5,024	5,485	6,015
Giá vốn hàng bán	(2,572)	(2,793)	(3,086)	(3,330)
Lợi nhuận gộp	2,231	2,399	2,684	3,062
Chi phí QLDN	(533)	(566)	(620)	(664)
Lãi/lỗ HDKD	(202)	(219)	(239)	(262)
Doanh thu tài chính	520	270	271	292
Chi phí tài chính	(140)	(191)	(219)	(181)
Chi phí lãi vay	(140)	(191)	(219)	(181)
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	675	738	847	1,018
Thu nhập khác	(66)	0	0	0
LN trước thuế	2,325	2,264	2,439	2,887
Thuế thu nhập DN	(415)	(405)	(436)	(516)
LN sau thuế	1,909	1,859	2,003	2,371
CĐTS	439	428	461	545
LNST-CĐTS	1,470	1,432	1,543	1,826

LCTT (Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
(Lỗ)/LNTT	2,325	2,264	2,439	2,887
Khấu hao và phân bổ	410	478	558	558
Thay đổi vốn lưu động	(166)	(565)	(602)	(688)
Điều chỉnh khác	(1,055)	(818)	(899)	(1,129)
LCTT từ HĐKD				
Tiền chi mua TSCĐ	(641)	(2,240)	0	0
Đầu tư khác	554	251	286	325
LCTT từ HĐĐT	(86)	(1,989)	286	325
Tiền chi trả cổ tức	(673)	(911)	(911)	(911)
Tiền từ vay ròng	449	1,794	0	0
Tiền thu khác	2,524	(549)	(549)	(545)
LCTT từ HĐTC	2,300	335	(1,460)	(1,455)
Dòng tiền đầu kỳ	1,472	5,198	4,903	5,225
Tiền trong kỳ	3,727	(295)	322	498
Dòng tiền cuối kỳ	5,198	4,903	5,225	5,724

CĐKT (Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền tương đương tiền	5,198	4,903	5,225	5,724
Đầu tư ngắn hạn	359	359	359	359
Phải thu ngắn hạn	1,104	1,187	1,287	1,403
Hàng tồn kho	93	101	110	121
TS ngắn hạn khác	348	377	411	451
TS ngắn hạn	7,102	6,926	7,393	8,057
Phải thu dài hạn	46	49	53	58
TSCĐ nguyên giá	6,594	9,268	9,254	9,240
Khấu hao	(3,096)	(3,574)	(4,132)	(4,691)
TSĐT nguyên giá	0	0	0	0
Khấu hao	0	0	0	1
TS dở dang dài hạn	2,285	1,837	1,837	1,837
ĐT dài hạn	3,581	4,069	4,630	5,323
TS dài hạn khác	1,393	1,507	1,645	1,804
TS dài hạn	11,177	13,544	13,689	13,987
Tổng TS	18,228	20,471	21,078	21,981
Nợ phải trả	4,323	5,777	5,411	5,014
Vay ngắn hạn	657	744	765	778
Nợ ngắn hạn khác	1,796	1,918	2,080	2,215
Tổng Nợ ngắn hạn	2,453	2,662	2,845	2,993
Vay dài hạn	1,490	2,735	2,187	1,642
Nợ dài hạn khác	380	380	380	380
Tổng Nợ dài hạn	1,870	3,115	2,566	2,022
Tổng Nợ phải trả	4,323	5,777	5,411	5,014
Vốn góp	4,140	4,140	4,140	4,140
Thặng dư vốn	3,862	3,862	3,862	3,862
Vốn chủ khác	632	632	632	632
Lãi chưa phân phối	3,680	4,070	4,553	5,308
Lợi ích CĐTS	1,591	2,019	2,479	3,025
Tổng VCSH	13,905	14,723	15,667	16,967
Tổng nguồn vốn	18,228	20,471	21,078	21,981

Chỉ số (%)	2024	2025F	2026F	2027F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	2.90	2.60	2.60	2.69
Hsố TT nhanh	2.72	2.42	2.42	2.50
Cơ cấu vốn				
Hsố Ng/TTS	24%	28%	26%	23%
Hsố Ng/VCSH	31%	39%	35%	30%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	13	13	13	13
Số ngày phải thu ngắn hạn	87	86	86	85
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	2,231	2,399	2,684	3,062
Lợi nhuận LNST	1,909	1,859	2,003	2,371
ROE	14%	13%	13%	14%
ROA	10%	9%	10%	11%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	21%	8%	9%	10%
Tăng trưởng EBIT	20%	8%	6%	14%
Tăng trưởng LNTT	-26%	-3%	8%	18%
Tăng trưởng EPS	-51%	-3%	8%	18%

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé,
Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

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

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nằm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NĂM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Vĩ mô - Thị trường

Khoabn@bsc.com.vn

Đỗ Thu Phương

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Định lượng

Phuongdt@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Ngành – Doanh nghiệp

Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích

Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Bất động sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhpq@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp

Vietl@bsc.com.vn

Nguyễn Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích

Duyinch@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thuỳ Linh

Chuyên viên phân tích

Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích

Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích

Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích

Huytnt@bsc.com.vn