

# CTCP Gemadept (GMD)

## Nam Đình Vũ, Gemalink vượt công suất

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh  
anhntn@kbsec.com.vn  
(+84) 24-7303-5333

26/11/2024

9T2024, doanh thu thuần của GMD ghi nhận 3,421 tỷ VND (+22% yoy), LNST đạt 1,549 tỷ VND (-33% yoy).

KQKD dịch vụ cảng của GMD tiếp tục duy trì tăng trưởng tích cực từ nay đến hết 2025

Nam Đình Vũ 3 đã bắt đầu thi công, cùng với Gemalink 2A dự kiến sẽ đóng góp hơn 1.4 triệu Teu công suất cho GMD từ 2026

Khuyến nghị MUA – Giá mục tiêu 75,400 VND/cổ phiếu

9T2024, doanh thu thuần của GMD đạt 3,421 tỷ VND (+22% yoy), hoàn thành hơn 86% doanh thu kế hoạch đề ra. Trong đó, hoạt động cốt lõi khai thác cảng đóng góp 2,924 tỷ VND (+38% yoy). LNST 9T2024 của GMD ghi nhận 1,549 tỷ VND (-33% yoy), tăng 33% so với 9T2023 nếu loại bỏ khoản lợi nhuận bất thường từ bán cảng NHĐV và cảng Nam Hải trong 2Q2023 và 1Q2024.

Sản lượng hàng qua toàn hệ thống cảng GMD dự kiến ghi nhận mức tăng trưởng hơn 40% trong năm nay và tiếp tục đà tăng trưởng tích cực trong năm sau. Tuy nhiên tốc độ tăng trưởng sản lượng trong 2025 của GMD sẽ chậm lại so với 2024. Tăng trưởng ổn định về giá sẽ là yếu tố đảm bảo đà tăng trưởng doanh thu cho GMD trong bối cảnh dư địa tăng trưởng sản lượng thu hẹp trong năm sau.

Nam Đình Vũ 3 đang tiến hành thi công và Gemalink 2A đang hoàn thiện thủ tục pháp lý để triển khai dự kiến lần lượt đưa vào khai thác vào quý 1 và quý 3 năm 2026, bổ sung thêm 800,000 Teu và 650,000 Teu công suất cho GMD, đảm bảo dư địa tăng trưởng sản lượng cho doanh nghiệp trong dài hạn.

Dựa trên triển vọng doanh nghiệp và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GMD với mức giá mục tiêu là 75,400 VND/cổ phiếu, cao hơn 17.8% so với giá đóng cửa ngày 25/11/2024.

## Mua duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 75,400</b>
Tăng/giảm (%)	17.8%
Giá hiện tại (25/11/2024)	VND 64,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 73,400
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	26.9/1.1

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	94.7%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	66.9/2.7
Sở hữu nước ngoài (%)	36.7%
Cổ đông lớn	SSJ Consulting (9.56%)

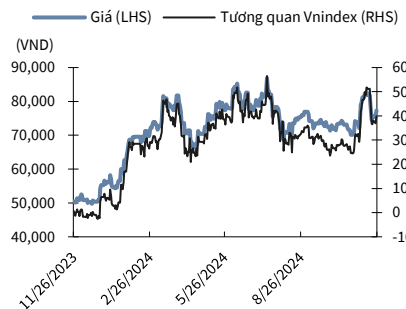
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-8.7	-15.1	-17.5	26.9
Tương đối	-7.3	-11.6	-15.3	14.2

### Dự phóng KQKD & định giá

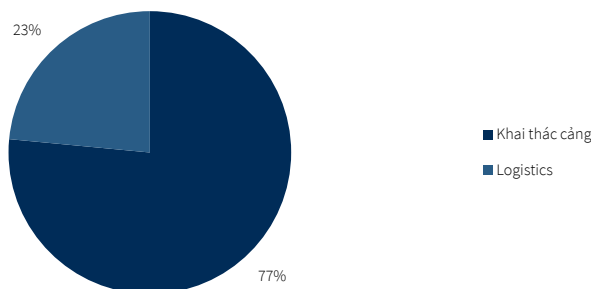
FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	3,898	3,846	4,623	4,837
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,309	3,177	2,446	2,402
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	994	2,251	1,895	2,019
EPS (VND)	3,034	7,207	6,194	4,878
Tăng trưởng EPS (%)	62%	138%	-14%	-21%
P/E (x)	21.1	8.9	10.3	13.1
P/B (x)	2.5	2.0	1.5	1.9
ROE (%)	15%	26%	15%	16%
Tỷ suất cổ tức (%)	2%	3%	3%	2%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Cơ cấu doanh thu 2023



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Hoạt động kinh doanh

Gemadep là doanh nghiệp hàng đầu trong ngành Khai thác Cảng biển, Logistics của Việt Nam với sản lượng năm 2023 đạt hơn 3 triệu Teu. Doanh nghiệp sở hữu chuỗi cảng dọc chiều dài Bắc - Trung - Nam, đa dạng loại hình từ cảng cạn đến cảng sông, cảng biển, đặc biệt là cảng nước sâu Gemalink có thể đón được tàu thế hệ Megaship lớn nhất hiện nay.

## Điểm nhấn đầu tư

**Gemalink 2 và Nam Đình Vũ 3 là các dự án cảng lớn đảm bảo tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn cho GMD.** Gemalink 2 với công suất 1.5 triệu Teu và Nam Đình Vũ 3 với công suất 800,000 Teu đang được triển khai pháp lý và thu xếp vốn, dự kiến có thể bắt đầu khai thác từ 2026.

**Sản lượng hàng qua cảng GMD 2024 dự kiến tăng trưởng mạnh.** KBSV ước tính sản lượng hàng qua cảng GMD 2024 đạt mức tăng trưởng hơn 40% yoy, các cảng đều hoạt động ở mức 90% đến hơn 100% công suất thiết kế. Sản lượng 2025 tăng trưởng chậm lại ở mức 3-4%.

**Giá dịch vụ cảng tại các cảng GMD kì vọng duy trì đà tăng 5-8%/năm** KBSV ước tính giá dịch vụ cảng tại các cảng khu vực phía Bắc của GMD duy trì đà tăng 2-4%/năm, khu vực phía Nam có mức tăng trung bình 5-10%/năm.

## Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Tham khảo trong báo cáo kỳ trước [tại đây](#)

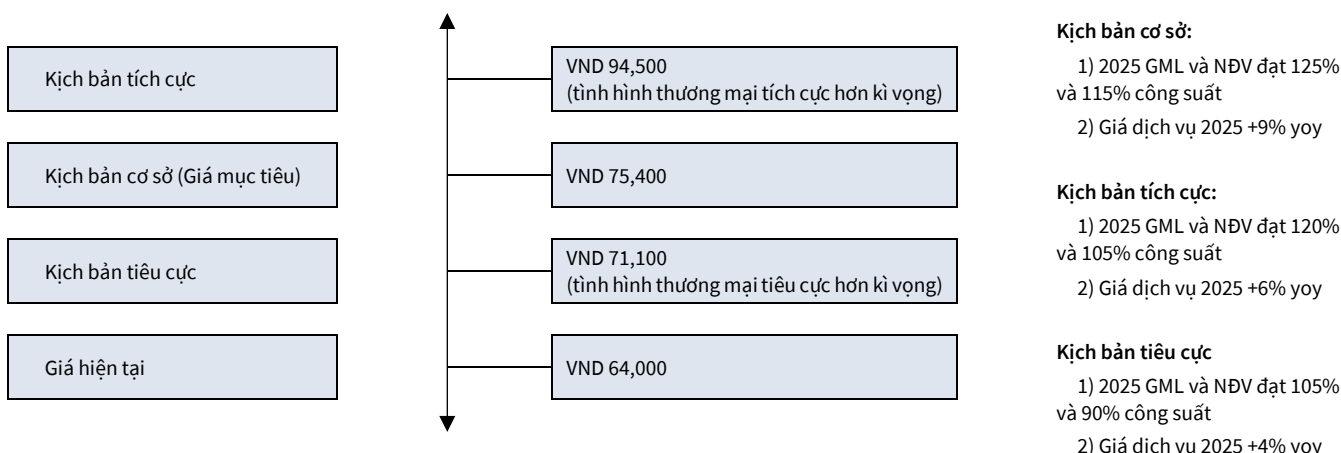
## Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	4,623	4,837	+10%	8	7,710	8,608	-40%	-44
EBIT	2,545	2,499	+10%	10	922	1,045	+176%	+139%
LNST công ty mẹ	1,888	2,017	+13%	16	1,027	1,116	+84%	+81%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

\*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

## Quan điểm định giá



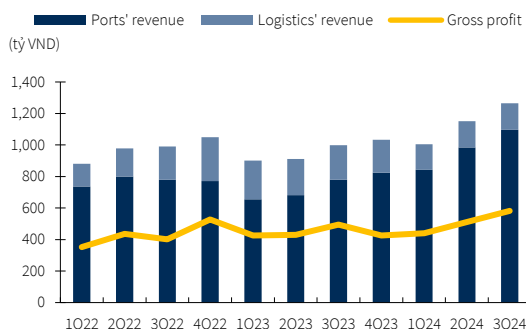
## Hoạt động kinh doanh

**Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh**

(tỷ VNĐ)	Q3/2023	Q3/2024	+/-%YoY	9T2023	9T2024	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	998	1,264	27%	2,812	3,421	22%	Hoàn thành 86% doanh thu kế hoạch đề ra cho 2024 (4,000 tỷ VNĐ)
Khai thác cảng	780	1,096	41%	2,118	2,924	38%	Tăng trưởng mạnh chủ yếu đến từ tăng trưởng sản lượng: 3Q2024 sản lượng hàng qua khu vực Hải Phòng, miền Trung và miền Nam lần lượt đạt 336,000 Teu (+19% yoy), 792,000 tấn (+148% yoy) và 361,000 Teu (+54% yoy)
Logistics	218	169	-22%	694	497	-28%	Doanh thu logistics giảm một phần do trực trực tàu Green Pacific bị lưu giữ tại Trung Quốc
Lợi nhuận gộp	465	581	25%	1351	1533	13%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>47%</i>	<i>46%</i>	<i>-1 ppts</i>	<i>48%</i>	<i>45%</i>	<i>-3 ppts</i>	Giảm dù biên LNG 3Q2024 hoạt động khai thác cảng cải thiện lên 53% so với mức 47% cùng kỳ 2023 do hoạt động logistics 3Q2024 ghi nhận lỗ
Thu nhập tài chính	33	5	-86%	1,917	388	-80%	
Chi phí tài chính	-51	-50	-3%	144	134	-7%	
<b>Lợi nhuận từ công ty LD, LK</b>	52	222	325%	133	503	278%	Tăng mạnh đến từ: (1) lợi nhuận đóng góp từ Gemalink tăng lên 308 tỷ VNĐ so với mức lỗ 55 tỷ VNĐ 9T2023 do sản lượng tăng đạt gần 1.3 triệu Teu (+90% yoy) và (2) tăng trưởng sản lượng từ khách hàng mới và khách hàng hiện hữu nâng đóng góp của SCS cho GMD lên hơn 160 tỷ VNĐ (+41% yoy)
<b>SG&amp;A</b>	-102	-182	79%	-384	-546	42%	Tăng do: (1) chi phí dịch vụ mua ngoài tăng hơn 20 tỷ do sản lượng hàng tăng mạnh và (2) doanh nghiệp tăng chi phí hoa hồng cho đại lý
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	397	576	45%	2,872	1,744	-39%	
Thu nhập khác	1	-75	-8779%	19	-15	-179%	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	398	501	26%	2,890	1,728	-40%	
<i>Biên LNTT</i>	<i>40%</i>	<i>40%</i>	<i>0</i>	<i>103%</i>	<i>51%</i>	<i>-52 ppts</i>	Không tính lợi nhuận thu được từ thoái vốn Cảng Nam Hải, GMD đã hoàn thành 83% LNTT kế hoạch (1,686 tỷ VNĐ)
Chi phí Thuế TNDN	-59	-52	-12%	-580	-179	-69%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	338	448	32%	2,311	1,549	-33%	
<i>Biên LNST</i>	<i>34%</i>	<i>35%</i>	<i>+1 ppt</i>	<i>82%</i>	<i>45%</i>	<i>-37 ppts</i>	
<b>Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ</b>	254	335	32%	2,107	1,225	-42%	

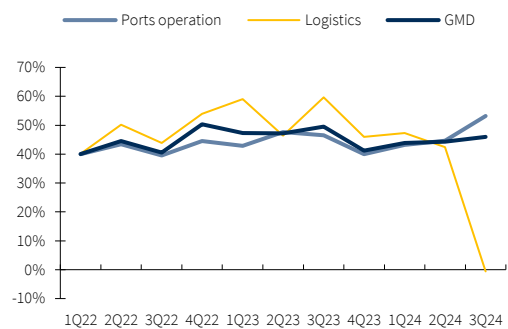
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 2. Doanh thu, lợi nhuận GMD**

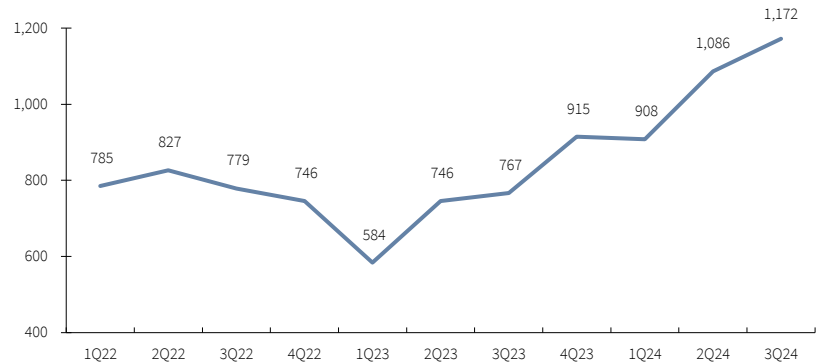


Nguồn: GMD, KBSV

**Biểu đồ 3. Biên lợi nhuận gộp GMD**



Nguồn: GMD, KBSV

**Biểu đồ 4. Sản lượng qua toàn hệ thống cảng GMD (Teu)**

Nguồn: GMD

### KQKD dịch vụ cảng của GMD tiếp tục duy trì tăng trưởng tích cực từ nay đến hết 2025

Sản lượng hàng qua toàn hệ thống cảng GMD dự kiến ghi nhận mức tăng trưởng hơn 40% trong năm nay và tiếp tục tăng trưởng trong năm sau do:

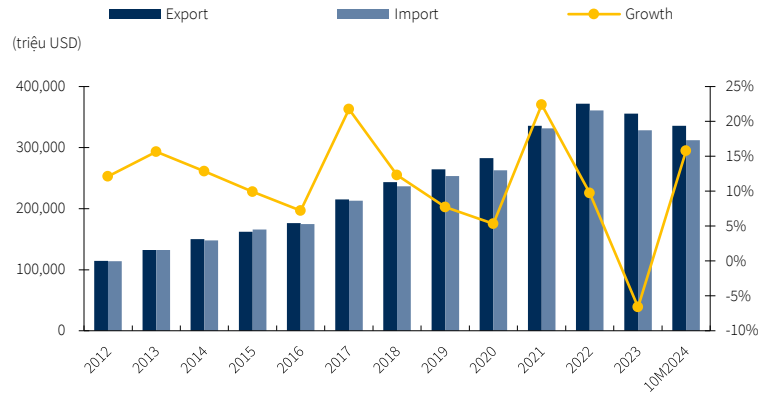
- Kim ngạch xuất nhập khẩu được kì vọng sẽ tiếp đà tăng trưởng của 10 tháng đầu năm (tổng kim ngạch đạt 648 tỷ USD, tăng 16% svck 2023) trong bối cảnh: (1) dòng vốn FDI ổn định do Việt Nam là quốc gia hưởng lợi trực tiếp trong xu hướng Trung Quốc +1 và (2) thương mại toàn cầu kì vọng sẽ ghi nhận mức tăng trưởng cao trong ngắn hạn trước khi những thay đổi về thuế quan chính thức được thông qua sau khi ông Trump nhận chức.
- Tại khu vực phía Bắc, cảng Nam Đình Vũ dự kiến tiếp tục hoạt động vượt mức công suất tối đa khi (1) dự án nâng cấp luồng hàng hải Hà Nam hoàn thành vào quý 3 vừa rồi đã nâng khả năng đón tàu của của Nam Đình Vũ lên hơn 48,000 DWT và (2) lợi thế quy mô và vị trí chiến lược của cảng giúp NĐV duy trì và củng cố được tệp khách hàng hiện có.
- Tại khu vực phía Nam, Gemalink đang liên tục kí kết hợp tác với các hãng tàu, bổ sung thêm nhiều tuyến tàu mới. Đặc biệt sau khi trật tự liên minh các hãng tàu mới bắt đầu vào tháng 2/2025, liên minh Ocean Alliance bao gồm hãng tàu CMA CGM – đối tác chiến lược của Gemalink – trở thành liên minh có thị phần lớn nhất, kì vọng sẽ đem đến nhiều tuyến tàu mới ghé cảng.

Tuy nhiên tốc độ tăng trưởng sản lượng trong 2025 của GMD sẽ chậm lại so với 2024, chỉ ở mức 3 – 4% do (1) 2 cảng lớn Nam Đình Vũ và Gemalink 1 đã hoạt động vượt công suất thiết kế và (2) cạnh tranh tại khu vực cảng Hải Phòng sẽ trở nên gay gắt khi Lạch Huyện 3, 4 (PHP) và Lạch Huyện 5, 6 (Hateco) đi vào hoạt động từ 2025. Tăng trưởng ổn định về giá sẽ là yếu tố đảm bảo đà tăng trưởng doanh thu năm 2025 cho GMD trong bối cảnh dư địa tăng trưởng sản lượng thu hẹp trong năm sau.

**Biểu đồ 5. Kim ngạch XNK Việt Nam từ 2012 đến nay**

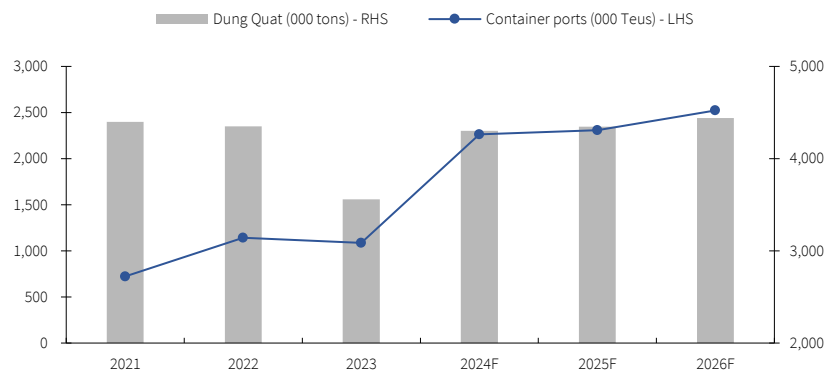
Trong nhiệm kỳ lần 1 ông Trump làm tổng thống Mỹ, kim ngạch XNK Việt Nam đạt mức tăng trưởng mạnh gần 22% trong năm đầu tiên (2017), sau đó giảm dần vào các năm tiếp theo.

Dự kiến sẽ mất ít nhất gần 1 năm để các thay đổi về thuế được hoàn thiện và thông qua trong lần nhậm chức thứ 2 của ông Donald Trump, thương mại toàn cầu nói chung và Việt Nam nói riêng dự kiến sẽ ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể trong ngắn hạn đến từ nhu cầu tích trữ hàng trước những lo ngại về rủi ro liên quan đến thuế quan trong thời gian tới.



Nguồn: UNCTAD

**Biểu đồ 6. Sản lượng container dự phóng qua cảng GMD**



Nguồn: GMD, KBSV

**Nam Đình Vũ 3 đã bắt đầu thi công, cùng với Gemalink 2A dự kiến sẽ đóng góp hơn 1.4 triệu Teu công suất cho GMD từ 2026**

Nam Đình Vũ 3 đang tiến hành thi công và Gemalink 2A đang hoàn thiện thủ tục pháp lý để triển khai dự án dự kiến lần lượt đưa vào khai thác vào quý 1 và quý 3 năm 2026, bổ sung thêm 800,000 Teu và 650,000 Teu công suất cho GMD, đảm bảo dư địa tăng trưởng sản lượng cho doanh nghiệp trong dài hạn.

- Nam Đình Vũ 3 sau khi đưa vào khai thác dự kiến sẽ có tốc độ lấp đầy công suất chậm hơn GĐ 2, có thể mất từ 2-3 năm để đạt trên 70% công suất do tình trạng cạnh tranh tại cảng Hải Phòng trở nên gay gắt hơn sau khi hơn 2 triệu Teu công suất từ Lạch Huyện 3,4,5,6 được bổ sung trong 2025.
- Gemalink 2A kì vọng sẽ có thể nhanh chóng lấp đầy trên 70% công suất sau 1-2 năm đi vào hoạt động do (1) cảng hiện đang hoạt động vượt công suất trong khi khu vực phía Nam không có nguồn cung mới trong 3 năm tới, cảng Phước An là cảng mới duy nhất có tệp khách hàng là các tàu cỡ nhỏ, khác với tệp khách của GML và (2) dự án nâng cấp tuyến luồng Cái Mép – Thị Vải từ phao số 0 và khu bến cảng container Cái Mép dự kiến hoàn thành trước 2026 sẽ thu hút thêm hàng hóa trung chuyển trong khu vực về cảng.

Hiện Gemalink đang có đề xuất được triển khai dự án Cảng Cái Mép Hạ với quy mô hơn 200 ha, chiều dài bến gần 6km. Nếu trở thành chủ đầu tư dự án Cảng Cái Mép Hạ, cùng với hệ thống cảng Gemalink 1, Gemalink 2 cũng như sự hợp tác với CMA CGM, GMD sẽ sở hữu tiềm năng tăng trưởng lớn tại khu vực cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải, khu vực được định hướng phát triển thành cảng trung chuyển quốc tế trong tương lai.

**Ảnh 7. Tiến độ Gemalink**

Gemalink tiếp tục hoạt động vượt công suất thiết kế, ghi nhận sản lượng 9T2024 đạt hơn 1.2 triệu Teu (+90% yoy).

Gemalink 2 hiện đang ở khâu xin giấy phép xây dựng điều chỉnh tăng chiều dài cầu bến so với ban đầu để tăng khả năng đón tàu lớn, dự kiến bắt đầu khởi công từ đầu 2025, chậm hơn so với cuối 2024 như kế hoạch ban đầu

Giai đoạn 2A với tổng vốn đầu tư 150 triệu USD đã có hạ tầng dự kiến có thể hoàn thành trong 2026. Giai đoạn 2B dự kiến sẽ đưa vào khởi công khi GĐ 2A đã lấp đầy được ít nhất 70% công suất, kì vọng đi vào khai thác sớm nhất từ 2027.



Nguồn: GMD

**Ảnh 8. Cảng Nam Đình Vũ**

Cảng Nam Đình Vũ là cửa ngõ thông ra biển gần nhất so với các cảng khác tại khu vực Hải Phòng, hiện gồm 2GĐ (tổng công suất 1.2 triệu Teu): GĐ1 khai thác từ 2018, GĐ2 khai thác từ giữa 2023. Nam Đình Vũ đang hoạt động tối đa công suất với sản lượng trung bình đạt tương đương 100,000 Teu/tháng, riêng tháng 10 năng suất xếp dỡ đạt hơn 137,000 Teu.

GĐ3 đang tiến hành thi công với tổng vốn đầu tư khoảng 2,500 tỷ VND. Nam Đình Vũ 3 dự kiến hoàn thành trong tháng 12/2025, kì vọng lấp đầy trên 70% công suất trong 2 năm.

Sau khi hoàn thành, tổng công suất của Nam Đình Vũ sẽ lên đến 2 triệu Teu – tăng 67% so với công suất hiện tại, có thể tiếp nhận tàu 48,000 DWT – cỡ tàu lớn nhất ra/vào khu vực Đình Vũ.



Nguồn: GMD



## DỰ PHÓNG KQKD & ĐỊNH GIÁ

**Bảng 9. Dự phóng Kết quả kinh doanh**

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>3,846</b>	<b>4,623</b>	<b>20%</b>	<b>4,837</b>	<b>5%</b>	Hoàn thành 120% doanh thu kế hoạch 2024 (4,000 tỷ VNĐ)
Khai thác cảng	2,942	3,958	35%	4,106	4%	2024, sản lượng khu vực miền Bắc đạt 1.3 triệu Teu (+23% yoy), miền Trung đạt 2.3 triệu tấn (+47% yoy) và miền Nam đạt 1.25 triệu Teu (+35% yoy). Giá dịch vụ khu vực phía Bắc tăng 2-4% yoy, miền Nam tăng 6-8% yoy. 2025 sản lượng tăng trưởng chậm lại do các cảng đã đạt tối đa công suất.
Logistics	904	665	-26%	732	10%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,776</b>	<b>2,093</b>	<b>18%</b>	<b>2,196</b>	<b>5%</b>	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>46%</i>	<i>45%</i>	<i>-1 ppt</i>	<i>45%</i>	<i>0</i>	
<i>Khai thác cảng</i>	<i>44%</i>	<i>47%</i>	<i>+3 pts</i>	<i>46%</i>	<i>-1 ppt</i>	
<i>Logistics</i>	<i>53%</i>	<i>35%</i>	<i>-17 pts</i>	<i>42%</i>	<i>+7 pts</i>	Biên gộp giảm do (1) chi phí thuê ngoài tăng do sản lượng hàng tăng nhanh và (2) biên lợi nhuận gộp từ hoạt động vận tải giảm
Thu nhập tài chính	1,941	519	-73%	237	-54%	2023 ghi nhận lợi nhuận đột biến 1,800 tỷ VNĐ từ chuyển nhượng Nam Hải Đình Vũ. 2024 ghi nhận lợi nhuận 335 tỷ VNĐ từ chuyển nhượng cảng Nam Hải.
Chi phí tài chính	-155	-142	-8%	-119	-16%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	274	716	161%	813	14%	Lợi nhuận từ Gemalink dự kiến tăng từ 20 tỷ VNĐ năm 2023 lên hơn 430 tỷ VNĐ trong 2024 nhờ dự kiến hoạt động 113% công suất, sản lượng đạt 1.7 triệu Teu. Đóng góp từ SCS đạt hơn 210 tỷ VNĐ nhờ đà phục hồi chung của ngành hàng không và khách hàng lớn mới.
SG&A	-661	-740	12%	-726	-2%	
<b>Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>3,177</b>	<b>2,446</b>	<b>-23%</b>	<b>2,402</b>	<b>-2%</b>	
Thu nhập khác	-30	-36	20%	-37	5%	
Lợi nhuận trước thuế	3,147	2,411	-23%	2,365	-2%	Loại trừ phần lợi nhuận từ thoái vốn cảng Nam Hải, GMD hoàn thành 122% LNNT kế hoạch 2024 (1,686 tỷ VNĐ). LNNT 2025 ghi nhận tăng trưởng 15% yoy sau khi loại bỏ khoản thu nhập bất thường
<i>Biên LNNT</i>	<i>82%</i>	<i>52%</i>	<i>-30 pts</i>	<i>49%</i>	<i>-3 pts</i>	
Chi phí Thuế TNDN	-614	-369	-40%	-214	-42%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>2,534</b>	<b>2,042</b>	<b>-19%</b>	<b>2,151</b>	<b>5%</b>	
<i>Biên LNST</i>	<i>66%</i>	<i>44%</i>	<i>-22 pts</i>	<i>44%</i>	<i>0</i>	
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>2,251</b>	<b>1,895</b>	<b>-16%</b>	<b>2,019</b>	<b>7%</b>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

### Khuyến nghị MUA – Giá mục tiêu 75,400 VND/cổ phiếu

Sử dụng phương pháp định giá từng phần cho GMD bao gồm: (1) Hoạt động kinh doanh cốt lõi + lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết, (2) Lợi nhuận từ CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn, (3) Dự án Gemalink và (4) Dự án cao su và bất động sản, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cho cổ phiếu GMD với mức giá mục tiêu 75,400 VND/cổ phiếu, tương đương với mức tăng giá tiềm năng 17.8% so với mức giá đóng cửa 64,000 VND/cổ phiếu ngày 25/11/2024 dựa trên các giả định:

- Hệ thống cảng Nam Đình Vũ 1+2 dự kiến sẽ đạt 108% công suất trong 2024 và 105% công suất vào 2025. Sản lượng hàng qua Gemalink hồi phục đáng kể, ghi nhận 1.7 triệu Teu trong 2024 (+66% yoy). Các dự

án mới Gemalink 2A và Nam Đình Vũ 3 hiện tiến độ đang chậm hơn kế hoạch ban đầu, dự kiến đưa vào khai thác lần lượt vào quý 1 và quý 3 năm 2026.

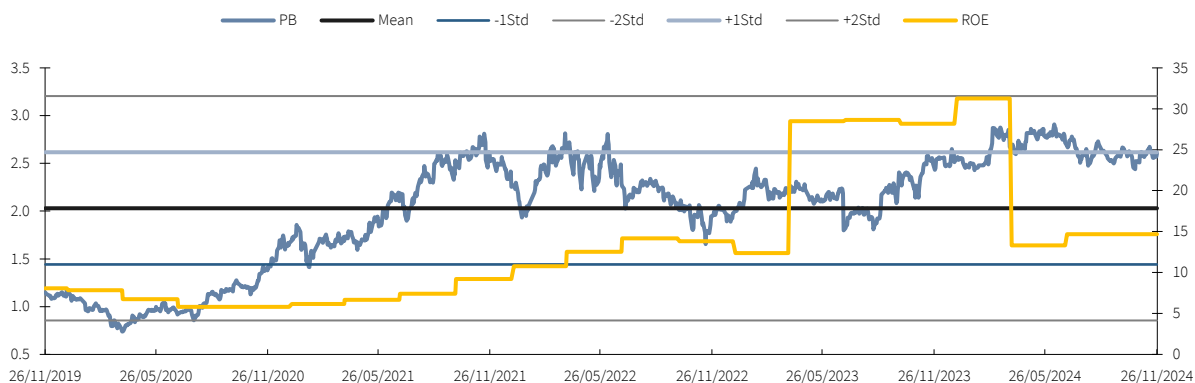
- Giá cước dịch vụ cảng trung bình năm 2024 và 2025 dự kiến tăng ở mức 8% và 4% so với trung bình năm trước, duy trì tăng ở mức 4-5%/năm từ nay đến 2030.

**Bảng 10. Định giá GMD**

Định giá	Phương pháp	Giá trị	Tỉ lệ sở hữu	Giá trị đóng góp vốn cổ phần GMD
Hoạt động cốt lõi	FCFF	14,026	100%	14,026
SCS	FCFF	10,088	36.24%	3,656
Gemalink	FCFF	17,538	65.10%	11,418
Cao su	BV	1,830	100%	1,830
Bất động sản	BV	290	100%	290
<b>Giá trị vốn cổ phần</b>				<b>31,220</b>
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)				413.98
<b>Giá trị định giá (VND)</b>				<b>75,400</b>
Giá hiện tại (VND)				64,000
<b>Dự địa tăng trưởng</b>				<b>17.8%</b>

Nguồn: GMD, KBSV

**Biểu đồ 11. Dữ liệu P/B và ROE lịch sử**



Nguồn: Bloomberg, KBSV



**Báo cáo Kết quả HĐKD**

(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
Doanh số thuần	3,898	3,846	4,623	4,837
Giá vốn hàng bán	2,180	2,068	2,530	2,641
Lãi gộp	1,718	1,778	2,093	2,196
Thu nhập tài chính	24	1,941	519	237
Chi phí tài chính	166	155	142	119
Trong đó: Chi phí lãi vay	131	135	142	119
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	399	274	716	813
Chi phí bán hàng	142	110	139	145
Chi phí quản lý doanh nghiệp	524	552	601	580
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,309	3,177	2,446	2,402
Thu nhập khác	30	55	0	0
Chi phí khác	31	84	0	0
Thu nhập khác, ròng	0	-30	-36	-37
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,308	3,147	2,411	2,365
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	147	614	369	214
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,161	2,534	2,042	2,151
Lợi ích của cổ đông thiểu số	167	283	147	131
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	994	2,251	1,895	2,019

**Chỉ số hoạt động**

(%)	2022	2023	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	44.1%	46.2%	45.3%	45.4%
Tỷ suất EBITDA	47.0%	95.7%	62.0%	61.4%
Tỷ suất EBIT	36.9%	85.4%	55.2%	51.3%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	33.6%	81.8%	52.2%	48.9%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	33.6%	82.6%	52.9%	49.7%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	26.6%	31.8%	33.3%	34.4%

**Báo cáo lưu chuyển tiền tệ**

(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Lãi trước thuế	1,308	3,147	2,411	2,365
Khấu hao TSCĐ	393	396	306	481
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-412	-2,213	0	0
Chi phí lãi vay	131	135	142	119
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,401	1,441	2,860	2,964
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-186	384	-137	-62
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-14	25	-36	-5
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	1,393	-1,073	524	-476
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	10	24	36	16
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	2,299	-3	3,343	1,839
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-1,366	-1,177	-1,732	-3,475
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	4	24	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-86	-994	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	39	437	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	-1	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	2,425	335	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	0	-1	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-1,235	915	-1,397	-3,475
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	45	3,047	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	1,563	740	690	950
Tiền trả các khoản đi vay	-1,431	-778	-550	-830
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	-41	-35	0	0
Cổ tức đã trả	-428	-780	-612	-645
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-338	-808	2,575	-525
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	727	105	4,521	-2,161
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	637	1,364	1,472	5,992
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1,364	1,472	5,992	3,831

Nguồn: GMD, KBSV

**Bảng cân đối kế toán**

(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
Tổng Cộng Tài Sản	13,031	13,546	19,825	21,050
Tài Sản Ngắn Hạn	2,619	3,380	8,086	6,005
Tiền và tương đương tiền	1,364	1,472	5,992	3,831
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	82	359	359	359
Các khoản phải thu	868	1,193	1,330	1,392
Hàng tồn kho, ròng	83	68	104	109
Tài Sản Dài Hạn	10,412	10,166	11,740	15,045
Phải thu dài hạn	45	40	40	40
Tài sản cố định	3,262	4,166	5,657	8,652
Tài sản dở dang dài hạn	2,790	1,759	1,842	2,153
Đầu tư dài hạn	3,065	3,125	3,125	3,125
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Nợ Phải Trả	5,083	3,814	5,616	5,335
Nợ ngắn hạn	3,211	1,915	3,963	3,581
Phải trả người bán	838	518	1,042	567
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	194	318	354	370
Vay ngắn hạn	543	445	830	850
Nợ dài hạn	1,872	1,898	1,654	1,754
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	291	275	275	275
Vay dài hạn	1,486	1,518	1,274	1,374
Vốn Chủ Sở Hữu	7,948	9,732	14,209	15,714
Vốn góp	3,014	3,059	4,140	4,140
Thặng dư vốn cổ phần	1,942	1,942	3,908	3,908
Lãi chưa phân phối	1,227	2,964	4,393	5,898
Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

**Chỉ số chính**

(x, %, VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
<b>Chỉ số định giá</b>				
P/E	21.1	8.9	10.3	13.1
P/E pha loãng	21.1	8.9	10.3	13.1
P/B	2.5	2.0	1.5	1.9
P/S	5.0	5.1	4.2	5.5
P/Tangible Book	1.8	2.3	1.5	2.0
P/Cash Flow	6	-7,513	5	22
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	7.6	5.9	6.8	8.9
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	9.6	6.6	7.7	10.7
<b>Hiệu quả quản lý</b>				
ROE	14.6%	26.0%	15.5%	15.6%
ROA	8.9%	18.7%	13.0%	12.3%
ROIC	16.0%	31.0%	24.1%	17.6%
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.45x	0.96x	1.20x	0.48x
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.46x	0.79x	1.83x	0.60x
Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.72x	1.58x	1.68x	0.83x
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.24	0.20	0.12	0.11
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.14	0.14	0.08	0.08
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.40	0.20	0.28	0.23
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.25	0.14	0.20	0.17
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.07	0.05	0.06	0.05
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.04	0.03	0.04	0.04
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.64	0.39	0.40	0.34
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.16	0.14	0.11	0.11
<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	4.5	3.2	3.8	3.8
Hệ số quay vòng HTK	26.4	30.3	24.3	24.3
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	3.6	3.0	3.3	3.3

## KHOI PHAN TICH CONG TY CHUNG KHOAN KB VIET NAM

---

**Khối phân tích**  
research@kbsec.com.vn

**Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích**  
binhnx@kbsec.com.vn

### Tài chính

**Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm**  
tungna@kbsec.com.vn

**Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích**  
linhpp@kbsec.com.vn

### Hàng tiêu dùng

**Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích**  
quannnd@kbsec.com.vn

**Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích**  
anhnhd@kbsec.com.vn

### Bất động sản

**Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm**  
ngaphb@kbsec.com.vn

**Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích**  
trangnt6@kbsec.com.vn

### Công nghiệp & Vật liệu

**Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích**  
anhntn@kbsec.com.vn

**Nguyễn Dương Nguyễn – Chuyên viên phân tích**  
nguyennd1@kbsec.com.vn

### Vĩ mô & Chiến lược

**Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược**  
anhhd@kbsec.com.vn

**Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích**  
tienss@kbsec.com.vn

**Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích**  
thuandd@kbsec.com.vn

### Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

**Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích**  
hieupm@kbsec.com.vn

**Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích**  
anhnv3@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

**Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ**  
thonc@kbsec.com.vn

**Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ**  
huongnt3@kbsec.com.vn

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656  
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276  
Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)  
Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.