

**CTCP Tập đoàn Gemadept (GMD)**

**Khả quan (Duy trì)**

**Công nghiệp**

**+30,1%**

Giá hiện tại	VND76.000
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND82.020/54.420
Giá mục tiêu	VND96.600
Giá mục tiêu trước đó	VND73.700
Consensus	+1,0%
Tiềm năng tăng giá	27,1%
Tỷ suất cổ tức	3,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	30,1%

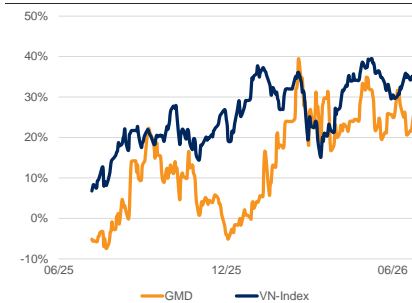
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Tích cực</a>

Thị giá vốn (tr USD)	1.198
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	6,4
Sở hữu NN (tr USD)	93,5
Số CP lưu hành (tr)	426,5
Số CP sau pha loãng (tr)	640

	GMD	Peers	VNI
P/E trượt	19,2x	18,4x	16,4x
P/B hiện tại	2,1x	2,0x	2,2x
ROA	9,2%	11,1%	2,3%
ROE	13,0%	15,7%	14,7%

\* dữ liệu ngày 07/07/2026

**Diễn biến giá**



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	YTD
GMD	4,2%	11,2%	28,9%
VNIndex	2,4%	10,6%	4,3%

**Cơ cấu sở hữu**

Quỹ ETF DCVFMVN DIAMOND	5,4%
KIM Vietnam Growth Equity Fund	2,4%

**Tổng quan doanh nghiệp**

GMD là một trong số ít công ty logistics Việt Nam có thể cung cấp dịch vụ logistics toàn diện nhờ hệ thống dịch vụ khép kín, bao gồm cảng biển, kho bãi và phương tiện vận tải tọa lạc tại các vị trí kinh tế trọng điểm ở cả 3 miền Bắc, Trung, Nam.

**Chuyên viên phân tích:**



**Đặng Huy Hoàng**

hoang.danghuy2@vndirect.com.vn

**Đặt kỳ vọng vào tiềm năng tăng trưởng dài hạn**

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 27,1% và tỷ suất cổ tức 3,0%.
- Giá mục tiêu của chúng tôi tăng 30%, thúc đẩy bởi kỳ vọng HĐKD cốt lõi của GMD sẽ duy trì tăng trưởng ổn định trong dài hạn.
- P/B trượt ở mức 2,4 lần. Đây là mức cao so với các DN nội địa cùng ngành và các DN khai thác cảng trong khu vực.

**Tiêu điểm tài chính**

- Biên LN gộp được kỳ vọng tăng nhẹ lên mức 46,5%/46,9% trong 2026-27.
- Chúng tôi dự phóng LN HĐKD cốt lõi GMD tăng 12,8%/10,7% svck trong năm 2026-27 khi kỳ vọng cảng thuộc hệ thống DN sẽ tiếp tục duy trì ở mức nền tốt.

**Luận điểm đầu tư**

**Việt Nam sẽ duy trì vị thế trong chuỗi cung ứng toàn cầu**

Mặc dù các đề xuất liên quan đến Mục 301 USTR vẫn đang trong quá trình hoàn thiện, chúng tôi cho rằng vị thế cạnh tranh của Việt Nam trong chuỗi cung ứng toàn cầu sẽ khó thay đổi đáng kể nhờ: 1) hệ sinh thái sản xuất đã được hình thành; 2) dòng vốn FDI và xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng; và 3) lợi thế về vị trí địa lý, chi phí sản xuất và mạng lưới FTA. Trong ngắn hạn, hoạt động đẩy hàng xuất khẩu trước thời điểm hoàn tất khung chính sách mới vào cuối tháng 7 tiếp tục hỗ trợ nhu cầu vận chuyển container trong mùa cao điểm.

**Gemalink tiếp tục là động lực tăng trưởng lợi nhuận chủ đạo**

Gemalink (GML) ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng vượt kỳ vọng trong những tháng đầu năm 2026, với sản lượng lũy kế 5T26 ước tăng khoảng 25% trên nền cao của cùng kỳ. Cùng với mặt bằng giá dịch vụ xếp dỡ cao hơn từ đầu năm 2026, chúng tôi dự phóng GML đóng góp khoảng 1.174 tỷ đồng lợi nhuận cho GMD trong năm 2026 (+42% svck), tương đương 48% tổng lợi nhuận ròng và tiếp tục là động lực tăng trưởng chủ chốt của doanh nghiệp.

**Nam Đình Vũ và Gemalink 2 mở ra chu kỳ tăng trưởng mới trong dài hạn**

Chúng tôi cho rằng GMD đang bước vào chu kỳ tăng trưởng nhiều năm với hai động lực công suất mới. Nam Đình Vũ tiếp tục hưởng lợi từ vị trí chiến lược tại KKT Đình Vũ – Cát Hải, FTZ và dòng vốn FDI vào Hải Phòng, trong khi Gemalink 2 sẽ bổ sung thêm 1,5 triệu TEU từ cuối năm 2027, nâng tổng công suất lên 3,0 triệu TEU/năm. Theo đó, chúng tôi dự phóng sản lượng khai thác đạt CAGR khoảng 8%/năm trong giai đoạn 2026–30.

**Định giá phản ánh hoạt động cốt lõi, IMFE là dư địa của câu chuyện dài hạn**

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 96.600 đồng/cổ phiếu, tương ứng P/B dự phóng 2026 là 2,5 lần và EV/EBITDA là 11,9 lần. Mức định giá này chủ yếu phản ánh giá trị các tài sản cốt lõi của GMD, trong khi vai trò của doanh nghiệp trong IMFC, với Gemalink là nền tảng thử nghiệm mô hình Port-to-Finance, chưa được phản ánh đáng kể và có thể mở ra dư địa tái định giá trong dài hạn.

Tổng quan tài chính	FY24A	FY25A	FY26E	FY27F
Doanh thu thuần	25,6%	23,3%	9,8%	8,9%
Tăng trưởng EPS	(34,5%)	20,6%	11,1%	5,0%
Biên LN gộp	44,2%	46,0%	46,5%	46,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi	17,6%	25,4%	12,8%	10,7%
Biên LN ròng	57,8%	27,6%	28,9%	33,4%
P/E (x)	10,5	19,3	16,1	13,2
Rolling P/B (x)	2,6	2,5	3,5	3,4
ROAE	28,7%	13,8%	15,1%	16,1%
D/E	(14,5%)	5,8%	3,3%	6,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## KQKD Q1/26: Hoạt động cốt lõi tiếp tục xu hướng tích cực

Hình 1: KQKD Q1/26

(tỷ đồng)	Q1/26	%sv quý		sv dự phóng
		trước	%svck	cả năm
Doanh thu thuần	1.452	-10,0%	13,7%	25,5%
-Khai thác cảng	1.283	-10,4%	12,7%	26,0%
-Logistics	170	-6,8%	22,5%	22,5%
LN gộp	636	-16,9%	13,3%	25,7%
Chi phí BH&QLDN	250	-29,6%	17,9%	28,1%
LN từ HĐ tài chính	18	-82,5%	2825,3%	NA
Lợi nhuận liên doanh	312	-20,0%	37,2%	54,1%
LNTT	716	-2,4%	22,9%	37,4%
LN ròng	534	4,1%	32,6%	38,6%
Biên LN gộp	43,8%	-3,6đ %	-0,2đ %	
Biên LN ròng	36,8%	5,0đ %	5,2đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Doanh thu đi ngang kỳ vọng, hỗ trợ bởi Nam Đình Vũ mở rộng

Doanh thu Q1/26 đạt 1.452 tỷ đồng, giảm 10,0% sv quý trước nhưng tăng 13,7% svck, nhìn chung phù hợp với kỳ vọng. Mảng cảng (+12,7% svck) tiếp tục là động lực chính, chủ yếu nhờ tăng trưởng sản lượng từ Nam Đình Vũ giai đoạn 3, bắt đầu vận hành từ cuối năm 2025 và đang trong quá trình tăng công suất khai thác. Trong khi đó, mảng logistics tăng 22,5% svck từ nền thấp. Nhìn chung, tăng trưởng vẫn chủ yếu đến từ sản lượng, với đóng góp hạn chế từ giá.

### Biên LN gộp giảm sv quý trước do áp lực chi phí, LN gộp phù hợp kỳ vọng

Biên LN gộp đạt 43,8% (-3,6đ % sv quý trước, -0,2đ % svck), thấp hơn nhẹ so với kỳ vọng. Mức giảm theo quý chủ yếu do giá nhiên liệu neo cao trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị, cùng với chi phí thuê ngoài gia tăng. Tuy nhiên, biên LN gộp gần như đi ngang svck, cho thấy chưa có thay đổi đáng kể về cấu trúc. LN gộp đạt 636 tỷ đồng, tăng 13,3% svck, phù hợp với tăng trưởng doanh thu.

### Lợi nhuận từ công ty liên kết vượt kỳ vọng nhờ Gemalink

LN ròng đạt 534 tỷ đồng, tăng 32,6% svck, vượt dự báo của chúng tôi. Động lực chính đến từ lợi nhuận công ty liên kết, tăng 37,2% svck lên 312 tỷ đồng. Cảng Gemalink khai thác khoảng 525.000 TEU trong Q1/26 (+~19% svck), nhờ cải thiện dòng hàng trung chuyển. Đồng thời, việc tăng phí xếp dỡ tại các cảng nước sâu cũng góp phần nâng cao lợi nhuận của Gemalink.

### LN ròng vượt kỳ vọng, hỗ trợ thêm bởi thu nhập tài chính

Kết quả vượt kỳ vọng còn được hỗ trợ bởi thu nhập tài chính thuần tăng mạnh, nhờ lượng tiền mặt gia tăng. Nhìn chung, hoạt động cốt lõi (doanh thu và LN gộp) diễn biến đúng kỳ vọng, trong khi phần vượt đến từ công ty liên kết, đặc biệt là Gemalink. Chúng tôi cho rằng đây là tín hiệu tích cực cho khả năng điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận trong thời gian tới, khi động lực sản lượng tiếp tục cải thiện.

## Triển vọng 2026-27: Bức tranh tăng trưởng duy trì tích cực hàng đầu

Hình 2: Dự phóng điều chỉnh trong năm 2026-27

Đơn vị: tỷ đồng	2025	Cũ		Mới		% svck		% thay đổi	
		2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>5.956</b>	<b>5.693</b>	<b>5.991</b>	<b>6.538</b>	<b>7.123</b>	<b>9,8%</b>	<b>8,9%</b>	<b>14,9%</b>	<b>18,9%</b>
- Khai thác cảng	5.254	4.927	5.217	5.761	6.327	9,6%	9,8%	16,9%	21,3%
- Hoạt động logistics	694	755	763	770	788	11,0%	2,4%	2,0%	3,3%
<b>LN gộp</b>	<b>2.739</b>	<b>2.474</b>	<b>2.616</b>	<b>3.042</b>	<b>3.343</b>	<b>11,0%</b>	<b>9,9%</b>	<b>22,9%</b>	<b>27,8%</b>
Biên LN gộp	46,0%	43,5%	43,7%	46,5%	46,9%	3,1đ %	0,4đ %	3,1đ %	3,3đ %
Chi phí bán hàng	482	267	280	522	567	8,3%	8,6%	95,8%	102,2%
Chi phí QLDN	611	620	652	662	718	8,3%	8,6%	6,6%	10,2%
<b>LN kinh doanh</b>	<b>1.647</b>	<b>1.587</b>	<b>1.683</b>	<b>1.858</b>	<b>2.057</b>	<b>12,8%</b>	<b>10,7%</b>	<b>17,1%</b>	<b>22,2%</b>
<b>LN hoạt động tài chính</b>	<b>110</b>	<b>(86)</b>	<b>(43)</b>	<b>(134)</b>	<b>(185)</b>	<b>-222,0%</b>	<b>37,8%</b>	<b>55,4%</b>	<b>325,2%</b>
Doanh thu tài chính	228	25	24	157	169	-31,2%	7,4%	527,1%	590,5%
Chi phí tài chính	119	256	267	291	353	145,2%	21,4%	13,6%	32,3%
<b>LN từ HĐ liên doanh</b>	<b>1.158</b>	<b>576</b>	<b>663</b>	<b>1.497</b>	<b>1.507</b>	<b>29,3%</b>	<b>0,6%</b>	<b>160,0%</b>	<b>127,2%</b>
<b>LNTT</b>	<b>2.521</b>	<b>1.916</b>	<b>2.088</b>	<b>2.828</b>	<b>2.986</b>	<b>12,2%</b>	<b>5,6%</b>	<b>47,6%</b>	<b>43,0%</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	547	260	284	642	675	17,4%	5,2%	147,3%	137,7%
<b>LN ròng</b>	<b>1.756</b>	<b>1.385</b>	<b>1.515</b>	<b>1.951</b>	<b>2.048</b>	<b>11,1%</b>	<b>5,0%</b>	<b>40,9%</b>	<b>35,2%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chúng tôi dự phóng LN năm 2026-27 tăng 11%/5% svck

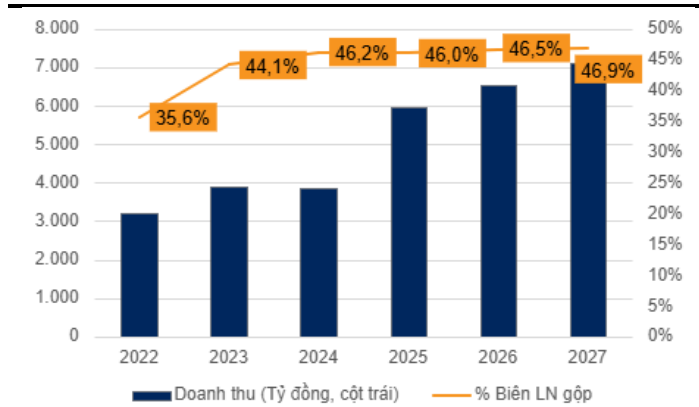
So với báo cáo công bố trong T8/25, chúng tôi điều chỉnh tăng mạnh dự phóng LN ròng năm 2026–27 lần lượt 40,9% và 35,2%. Việc nâng dự phóng chủ yếu phản ánh diễn biến tích cực hơn kỳ vọng của hoạt động khai thác cảng trong thời gian qua, đặc biệt tại Gemalink và cụm cảng Nam Đình Vũ: 1) sản lượng thông qua hệ thống cảng của GMD đang cao hơn khoảng 15% so với giả định trước đây của chúng tôi; và 2) chúng tôi điều chỉnh tỷ lệ lợi ích kinh tế thực nhận tại Gemalink lên 65%, so với mức 42% trong mô hình cũ.

Trong năm 2026-27, chúng tôi dự phóng sản lượng toàn hệ thống của GMD sẽ đạt khoảng 5,7 tr TEU/6,1 tr TEU, tăng lần lượt 13,5%/6,7% svck.

- Trong đó, GML với đóng góp lớn nhất được kỳ vọng sẽ duy trì ở mức nền cao và bổ sung GML 2 vào cuối 2027. Điều này giúp LN LDLK trong dự phóng của chúng tôi năm 2026-27 đạt 1.497/1.507 tỷ đồng, tăng 29% sv mức nền năm 2025.
- Về cụm cảng Nam Đình Vũ, với kỳ vọng đóng góp NĐV 3 sẽ đạt tối đa công suất vào năm 2028, chúng tôi dự phóng sản lượng tại cụm cảng này tăng lần lượt 17,6%/16,8%/10,3% svck trong giai đoạn 2026-27-28 và đóng góp lớn trong tăng trưởng doanh thu.

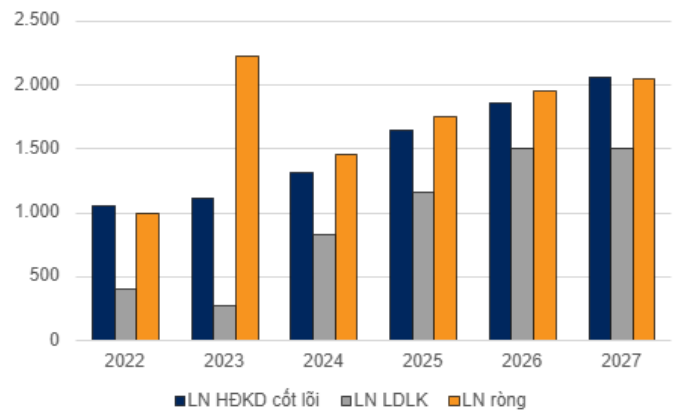
Tựu trung, chúng tôi dự phóng LN ròng của GMD sẽ tăng 11,1%/5,0% svck trong năm 2026-27. Trong đó, dự phóng của chúng tôi chưa bao gồm các khoản thoái vốn tiềm năng.

**Hình 3: Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp của GMD**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 4: Dự phóng lợi nhuận hoạt động, lợi nhuận công ty liên kết và lợi nhuận ròng cốt lõi (Đơn vị: tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

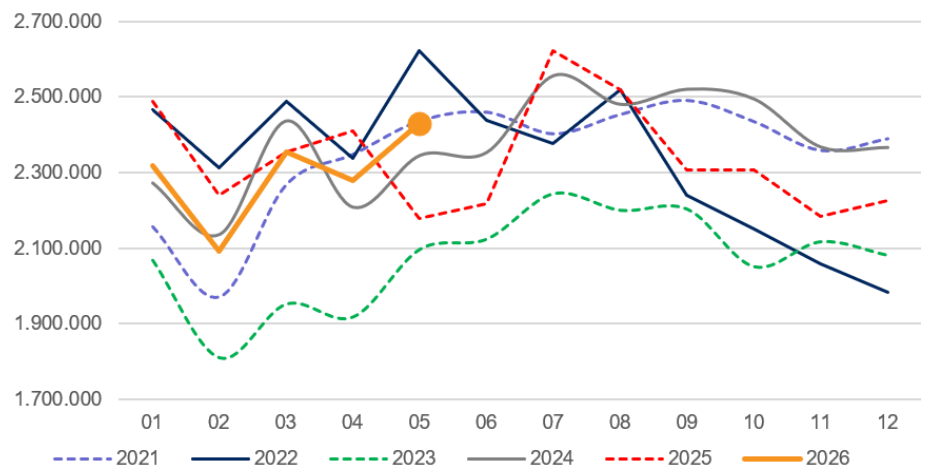
### Sản lượng khai thác tích cực trong ngắn hạn

#### Hoạt động đẩy hàng xuất khẩu tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng sản lượng

Những bất định liên quan tới chính sách thương mại đang thúc đẩy hoạt động front-loading tại Mỹ khi các nhà nhập khẩu tranh thủ đưa hàng về trước khi các mức thuế mới được công bố. Hiện tại, các đề xuất của USTR liên quan tới cuộc điều tra Mục 301 vẫn đang trong quá trình hoàn thiện, với thời hạn lấy ý kiến và điều trần dự kiến diễn ra trong tháng 7. Dù kết quả cuối cùng vẫn cần được theo dõi, chúng tôi cho rằng bối cảnh hiện tại đang tạo động lực để các doanh nghiệp Mỹ chủ động tích trữ hàng tồn kho, qua đó hỗ trợ nhu cầu vận chuyển container trong ngắn hạn.

Trong tháng 5/2026, sản lượng container nhập khẩu vào Mỹ đạt 2,43 triệu TEU, tăng 7,5% so với mức bình quân 2,26 triệu TEU/tháng ghi nhận trong bốn tháng đầu năm. Chúng tôi cho rằng động lực này nhiều khả năng tiếp tục kéo dài sang tháng 6 khi các doanh nghiệp tiếp tục đẩy nhanh tiến độ giao hàng trước khi khung chính sách thương mại mới trở nên rõ ràng hơn.

**Hình 5: Sản lượng nhập khẩu container tại Mỹ**

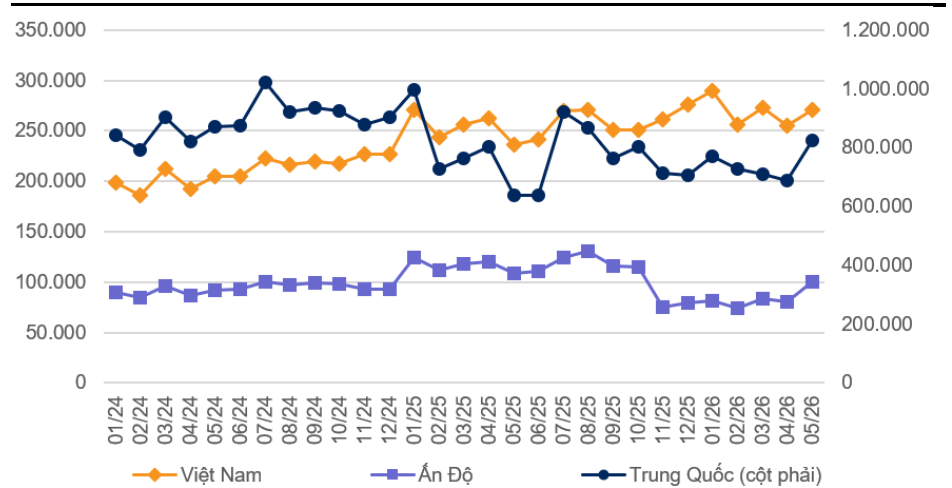


Nguồn: Decrates Datamyne. VNDIRECT RESEARCH

**Việt Nam tiếp tục duy trì sức cạnh tranh trong chuỗi cung ứng toàn cầu**

Việt Nam là một trong những quốc gia hưởng lợi rõ nét nhất từ xu hướng trên. Trong T5/26, lượng container từ Việt Nam nhập khẩu vào Mỹ đạt khoảng 271 nghìn TEU, tiếp tục duy trì vị thế là nguồn hàng lớn thứ hai vào Mỹ, chỉ sau Trung Quốc. Điều này cho thấy Việt Nam vẫn đang giữ vai trò quan trọng trong chuỗi cung ứng khu vực, đồng thời tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng đa dạng hóa sản xuất của các tập đoàn toàn cầu.

**Hình 6: Sản lượng container nhập khẩu của Mỹ (Đơn vị: TEU)**



Nguồn: Decrates Datamyne, VNDIRECT RESEARCH

Mặc dù các cuộc điều tra của USTR có thể tạo ra những lo ngại nhất định trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng vị thế cạnh tranh của Việt Nam khó thay đổi đáng kể. Bên cạnh lợi thế về vị trí địa lý, hệ sinh thái sản xuất đã được hình thành và lực lượng lao động dồi dào, Việt Nam cũng đang chủ động thể hiện thiện chí hợp tác trong các vấn đề mà phía Mỹ quan tâm, bao gồm lao động cưỡng bức, quyền sở hữu trí tuệ và tình trạng dư cung tại một số ngành sản xuất. Các động thái này phần nào cho thấy nỗ lực của Việt Nam trong việc duy trì môi trường đầu tư ổn định và tiếp tục thu hút dòng vốn FDI chất lượng cao trong dài hạn.

Tựu trung, theo ước tính của chúng tôi, sản lượng hệ thống cảng thuộc hệ thống công ty con của GMD (không bao gồm GML) ước tính đạt 3,36 tr TEU/3,69 tr TEU trong năm 2026-27, tăng lần lượt 9%/10% svck. Và kỳ vọng trên đồng thời là động lực chính cho dự phóng tăng trưởng doanh thu 8%/9% trong năm 2026-27 của chúng tôi.

**Gemalink bước vào mùa cao điểm mới, tiếp tục là trụ cột tăng trưởng LN chính của GMD trong 2026**

Trong bối cảnh đó, Gemalink (GML) được đánh giá là một trong những cảng hưởng lợi trực tiếp nhất từ sự gia tăng của dòng hàng xuất khẩu. Theo ước tính của chúng tôi, sản lượng thông qua cảng trong tháng 5/2026 đạt gần 210 nghìn TEU, cao hơn đáng kể so với mức nền khoảng 170 nghìn TEU/tháng thường thấy. Bên cạnh nhu cầu xuất khẩu gia tăng, hoạt động trung chuyển duy trì tích cực cũng đang hỗ trợ sản lượng khai thác tại cảng duy trì ở vùng đỉnh.

Tổng thể, chúng tôi kỳ vọng GML sẽ tiếp tục ghi nhận một quý tăng trưởng mạnh trong Q2/26 và tiếp tục là động lực tăng trưởng chính trong nhóm công ty liên kết của GMD. Theo kỳ vọng của chúng tôi, Gemalink có thể đóng góp khoảng 1.174 tỷ đồng (+42% so với 2025) lợi nhuận cho GMD trong 2026, tương đương 48% dự phóng tổng LN ròng của DN, qua đó hỗ trợ đáng kể tăng trưởng lợi

nhuận của doanh nghiệp trong bối cảnh triển vọng hàng hóa tại cụm cảng Cái Mép – Thị Vải tiếp tục cải thiện.

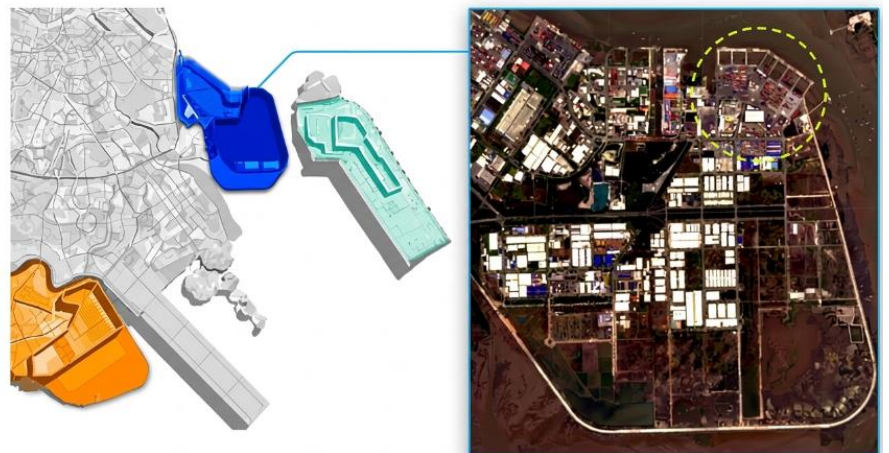
## **Bức tranh tăng trưởng trong dài hạn duy trì hàng đầu**

### **Dư địa tăng trưởng tại Nam Đình Vũ vẫn còn nguyên vẹn**

Trong những tháng đầu năm 2026, sản lượng khai thác tại cụm cảng Nam Đình Vũ ghi nhận diễn biến kém tích cực hơn kỳ vọng của chúng tôi, bất chấp việc giai đoạn 3 đã chính thức đi vào hoạt động từ cuối năm 2025. Theo quan sát của chúng tôi, sản lượng bình quân hàng tháng tại cảng đang thấp hơn cùng kỳ năm trước. Chúng tôi cho rằng một phần nguyên nhân đến từ việc hãng tàu MSC đã dịch chuyển khoảng 10.000 TEU/tháng sang HTIT (liên doanh giữa PHP và TIL, công ty thành viên của MSC) sau khi bến số 3 và 4 tại Lạch Huyện đi vào khai thác. Đây là diễn biến đã phần nào nằm trong kỳ vọng của chúng tôi khi MSC từng là một trong những khách hàng chủ lực tại Nam Đình Vũ.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây chủ yếu là sự sụt giảm mang tính ngắn hạn và không làm thay đổi triển vọng dài hạn của Nam Đình Vũ bởi: 1) cảng nằm ngay trong KKT Đình Vũ - Cát Hải, khu vực đã được chấp thuận thí điểm FTZ, qua đó có thể hưởng lợi trực tiếp từ sự gia tăng lưu lượng hàng hóa trong những năm tới; và 2) Hải Phòng tiếp tục là một trong những địa phương thu hút FDI hàng đầu cả nước. Bước sang nửa cuối 2026, chúng tôi kỳ vọng GMD sẽ đẩy mạnh thu hút services các tuyến nội Á nhằm gia tăng sản lượng khai thác tại đây, trong bối cảnh mùa cao điểm đang sôi động trong giai đoạn T6-T7/26.

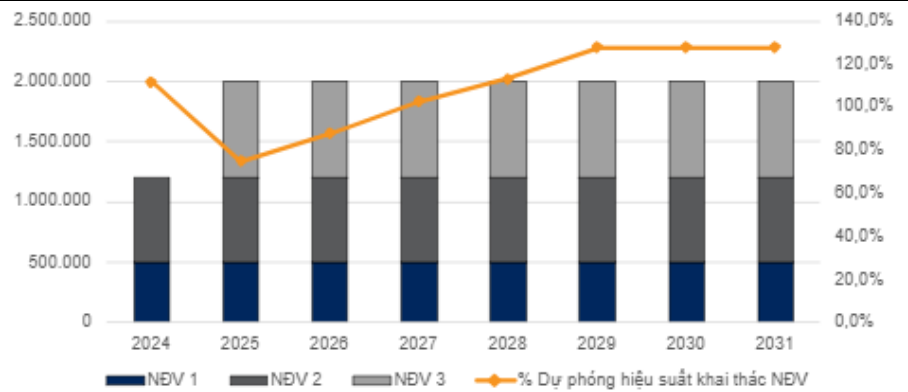
**Hình 7: Cụm cảng NDV có vị trí chiến lược tại KKT Đình Vũ – Cát Hải**



Nguồn: HEZA, Sentinels –2, VNDIRECT RESEARCH

Trong dài hạn, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng lấp đầy công suất của cụm cảng Nam Đình Vũ. Chúng tôi dự phóng sản lượng thông qua cụm cảng này trong giai đoạn 2026-2030 đạt CAGR khoảng 8%/năm, nhờ sự gia tăng của dòng vốn FDI, nhu cầu thương mại nội Á và lượng hàng hóa phát sinh từ hệ sinh thái công nghiệp tại Hải Phòng. Với tốc độ tăng trưởng này, sản lượng khai thác thực tế hoàn toàn có thể tiệm cận hoặc vượt công suất thiết kế hiện tại trong các năm tới, tạo tiền đề cho các kế hoạch mở rộng tiếp theo.

**Hình 8: Dự phóng sản lượng khai thác của cụm cảng NĐV trong 2024-2031**



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

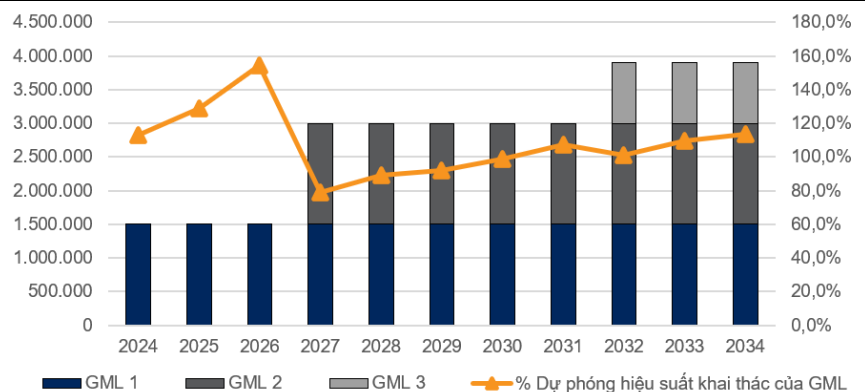
**Công suất GML sẽ tăng gấp đôi vào cuối năm 2027**

Ngày 17/04/2026, GMD cùng đối tác chiến lược CMA CGM chính thức khởi công dự án Gemalink 2 tại cụm cảng Cái Mép – Thị Vải. Dự án có tổng vốn đầu tư khoảng 300 triệu USD, trong đó 30–40% được tài trợ từ vốn chủ sở hữu và dòng tiền hoạt động kinh doanh, phần còn lại đến từ vốn vay. Đáng chú ý, GMD đã quyết định tạm dừng kế hoạch thoái 24% vốn tại Gemalink nhằm duy trì quyền chi phối và tự chủ nguồn lực cho các giai đoạn mở rộng trong tương lai.

Gemalink 2 dự kiến đi vào vận hành từ Q4/27, bổ sung thêm 1,5 triệu TEU/năm và nâng tổng công suất thiết kế của cảng lên 3,0 triệu TEU/năm, tăng 100% so với hiện tại. Chúng tôi cho rằng thời điểm triển khai dự án là phù hợp khi Gemalink đã mất khoảng 4–5 năm để tiến tới trạng thái gần đầy công suất kể từ khi đi vào hoạt động năm 2021. Điều này cho thấy nhu cầu hàng hóa tại cụm cảng Cái Mép – Thị Vải đang tăng trưởng đủ mạnh để hấp thụ lượng công suất mới.

Về dài hạn, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với khả năng lấp đầy của Gemalink 2 nhờ: 1) vị thế hàng đầu của Gemalink tại cụm cảng Cái Mép – Thị Vải; 2) tăng trưởng hàng hóa được hỗ trợ bởi dòng vốn FDI và xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng vào Việt Nam; và 3) các động lực mới từ FTZ Cái Mép Hạ và định hướng phát triển trung tâm hàng hải trong tương lai. Với lịch sử lấp đầy công suất của Gemalink giai đoạn đầu, chúng tôi cho rằng Gemalink 2 sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng quan trọng nhất của GMD trong giai đoạn sau năm 2027.

**Hình 9: Dự phóng sản lượng khai thác của GML trong 2025-2034**



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

## IMFC: Từ cửa ngõ hàng hóa tới nền tảng hạ tầng hàng hải

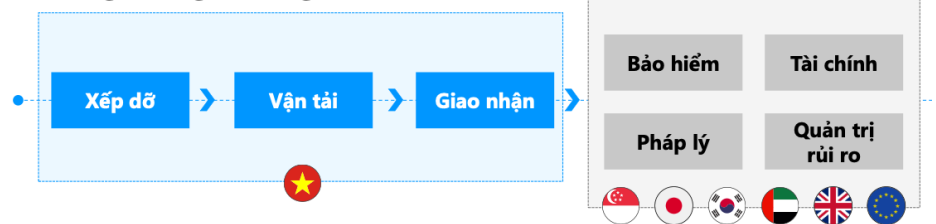
[Trong cuộc họp ĐHCĐ vào hồi tháng 5, GMD đã công bố họ sẽ là một trong những DN thực hiện triển khai trung tâm hàng hải.](#) Nếu FTZ là câu chuyện gia tăng dòng hàng hóa, thì Hệ sinh thái Tài chính Hàng hải Quốc Tế (IMFE) – một trụ cột chiến lược của Trung tâm Tài chính Quốc tế TP.HCM (VIFC-HCMC) - hướng tới một mục tiêu lớn hơn: gia tăng giá trị tạo ra từ chính dòng hàng hóa đó. [Dựa trên các chia sẻ gần đây của Roland Berger với Bloomberg Businessweek về IMFE, chúng tôi cho rằng đây chưa phải là động lực tăng trưởng lợi nhuận trong ngắn hạn, nhưng có thể trở thành yếu tố nâng tầm vai trò của GMD trong hệ sinh thái hàng hải của Việt Nam trong dài hạn.](#)

### Việt Nam đang sở hữu dòng hàng hóa, nhưng chưa sở hữu chuỗi giá trị

Trong nhiều năm qua, Việt Nam đã trở thành một mắt xích quan trọng trong chuỗi cung ứng toàn cầu với sản lượng container thuộc nhóm lớn nhất khu vực. Tuy nhiên, phần lớn giá trị gia tăng của ngành hàng hải vẫn nằm ở các hoạt động như tài trợ thương mại, bảo hiểm hàng hải, môi giới tàu biển, quản lý tàu hay các dịch vụ pháp lý liên quan. Nói cách khác, Việt Nam đang sở hữu dòng hàng hóa nhưng chưa thực sự sở hữu chuỗi giá trị xoay quanh dòng hàng hóa đó.

Hình 10: Giá trị hàng hải ở lại Việt Nam còn hạn chế

#### Chuỗi giá trị ngành hàng hải Việt Nam



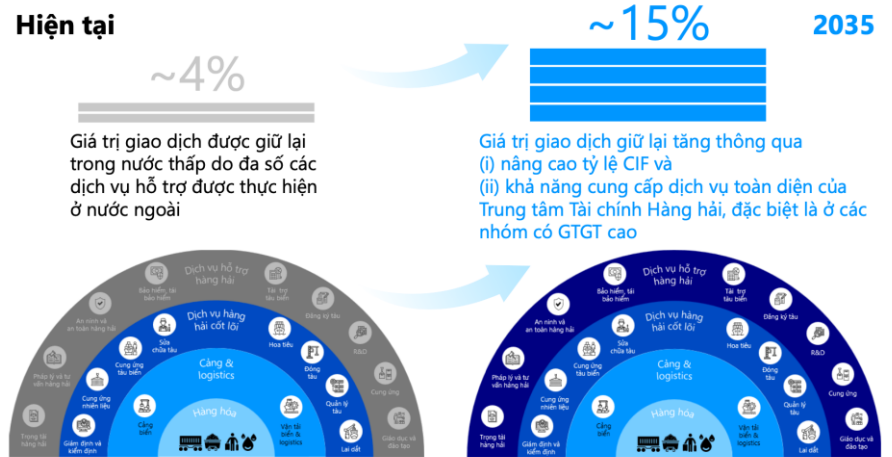
Nguồn: Roland Berger, Bloomberg Businessweek

### IMFE là bước đi nhằm mở rộng chuỗi giá trị hàng hải

Theo định hướng được công bố, IMFE được kỳ vọng trở thành nền tảng kết nối các hoạt động tài chính, thương mại và dịch vụ hàng hải, qua đó nâng tỷ lệ giá trị được giữ lại trong nước. Nếu được triển khai thành công, đây sẽ là bước chuyển từ mô hình phát triển dựa trên sản lượng sang mô hình tạo giá trị trên mỗi container, thay vì chỉ gia tăng số lượng container được thông qua cảng.

Theo Roland Berger, mục tiêu đến năm 2035 là nâng tỷ lệ giá trị giao dịch hàng hải được giữ lại tại Việt Nam lên khoảng 15%, đồng thời thúc đẩy sự phát triển của các dịch vụ tài chính, bảo hiểm, pháp lý và công nghệ phục vụ ngành hàng hải.

Hình 11: Mục tiêu của IMFE tầm nhìn đến năm 2035



Nguồn: Roland Berger, Bloomberg Businessweek

**GMD tham gia với tư cách nhà kiến tạo hạ tầng chiến lược**

Trong bối cảnh đó, việc GMD trở thành thành viên chiến lược của IMFE và Gemalink được lựa chọn làm "physical sandbox" mang nhiều ý nghĩa hơn một thông báo hợp tác thông thường. Chúng tôi cho rằng đây chưa phải là một câu chuyện lợi nhuận, mà là một câu chuyện định vị chiến lược.

Điểm đáng chú ý là một trung tâm hàng hải không cần thêm một cảng biển. Điều trung tâm hàng hải cần là nơi tập trung đủ lớn các giao dịch hàng hải thực tế để hình thành các dịch vụ tài chính xoay quanh. Với hệ thống cảng cửa ngõ tại Hải Phòng và Cái Mép – Thị Vải, GMD hiện sở hữu những tài sản cốt lõi mà mô hình này cần: dòng hàng hóa quốc tế quy mô lớn, dữ liệu logistics, mạng lưới hãng tàu và tập khách hàng xuất nhập khẩu hiện hữu.

Theo định hướng được công bố, Gemalink sẽ đóng vai trò nền tảng thử nghiệm cho mô hình Port-to-Finance, nơi các dịch vụ tài trợ thương mại, bảo hiểm hay các giải pháp tài chính hàng hải có thể được phát triển dựa trên dòng hàng hóa thực tế. Điều này không đồng nghĩa GMD sẽ trở thành một định chế tài chính, nhưng cho thấy doanh nghiệp đang được đặt vào vị trí trung tâm của hệ sinh thái hàng hải đang được xây dựng.

Hình 12: Các ngành thu hút trọng tâm cho IMFE

**16 ngành thu hút trọng tâm cho IMFC-HCMC**



Nguồn: Roland Berger, Bloomberg Businessweek

Do đó, chúng tôi cho rằng ý nghĩa lớn nhất của IMFE đối với GMD không nằm ở tác động tài chính trong ngắn hạn mà ở vai trò chiến lược trong dài hạn. Nếu FTZ là câu chuyện gia tăng sản lượng container, thì IMFE là câu chuyện gia tăng giá trị trên mỗi container. Việc hiện diện trong cả hai xu hướng này giúp GMD không chỉ hưởng lợi từ tăng trưởng dòng hàng hóa, mà còn có cơ hội tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị hàng hải của Việt Nam trong nhiều năm tới.

## Định giá

### Duy trì Khả quan với giá mục tiêu 96.600đ/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan dành cho GMD, với mức giá mục tiêu 96.600 đồng/cổ phiếu. Định giá dựa trên phương pháp SOTP, phản ánh giá trị của các tài sản khai thác cảng, logistics và các khoản đầu tư liên kết. Trong mô hình định giá, chúng tôi 1) sử dụng phần bù rủi ro thị trường (ERP) ở mức 9,2%, theo cập nhật mới nhất của Damodaran (01/04/2026); 2) cùng với lãi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm ở mức 4,3% làm lãi suất phi rủi ro để xác định chi phí vốn chủ sở hữu. Mức giá mục tiêu trên tương ứng với P/B là 2,5 lần và EV/EBITDA là 11,9 lần cho dự phóng của năm 2026.

**Hình 13: Định giá SOTP**

Giá trị	
Giá trị VCSH hoạt động cốt lõi (DCF)	39.411
Giá trị VCSH dự án cao su (BV)	959
Giá trị VCSH mảng bất động sản (BV)	838
<b>Tổng giá trị VCSH (tỷ đồng)</b>	<b>41.207</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr)	426
<b>Giá trị cổ phiếu (VND)</b>	<b>96.600</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 14: Các giả định**

Các giả định	Giá trị
Beta	1
Phần bù rủi ro thị trường	9,2%
Lãi suất phi rủi ro	4,3%
Chi phí VCSH	13,5%
Chi phí nợ	8,0%
Thuế TNDN	20,0%
WACC	12,5%
Tăng trưởng bền vững	4,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 15: Giá trị VCSH của hoạt động cốt lõi (Đơn vị: tỷ đồng)**

Phương pháp DCF	Giá trị
Giá trị hiện tại của FCFF (tỷ đồng)	18.831
Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn (tỷ đồng)	23.124
Giá trị của hoạt động cốt lõi (tỷ đồng)	41.956
Trừ: vay nợ (tỷ đồng)	(2.389)
Cộng: tiền và đầu tư ngắn hạn (tỷ đồng)	1.622
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	(1.778)
Giá trị VCSH hoạt động cốt lõi (tỷ đồng)	39.411

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 16: Mô hình định giá DCF hoạt động kinh doanh cốt lõi (Đơn vị: tỷ đồng)**

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
EBIT	3.071,9	3.279,1	3.660,1	4.037,1	4.351,2	4.695,6	5.131,4	5.667,5	5.932,7	6.475,3
Cộng: Khấu hao	385,1	387,2	389,2	391,3	393,4	395,5	397,6	399,7	401,7	403,8
Trừ: CAPEX	(1.113,5)	(1.987,3)	(94,1)	(94,1)	(94,1)	(773,7)	(1.356,2)	(94,1)	(94,1)	(94,1)
Thay đổi vốn lưu động	(406,9)	(327,4)	(203,7)	(280,8)	(0,0)	(1,5)	(2,7)	(5,0)	(1,7)	(0,8)
Dòng tiền tự do (FCF)	1.936,6	1.351,6	3.751,5	4.053,5	4.650,4	4.315,9	4.170,1	5.968,1	6.238,5	6.784,2
Trừ: Thuế	(269,6)	(299,6)	(339,2)	(406,4)	(445,5)	(479,0)	(509,0)	(559,3)	(624,0)	(700,7)
FCFF	1.667,0	1.052,0	3.412,3	3.647,1	4.204,9	3.836,8	3.661,0	5.408,7	5.614,6	6.083,5
Giá trị hiện tại của FCFF	1.482,2	831,7	2.398,7	2.279,6	2.336,9	1.896,0	1.608,6	2.113,1	1.950,4	1.879,0

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

\*mô hình DCF của chúng tôi có bao gồm dự án Gemalink

Hình 17: Bảng phân tích độ nhạy giá mục tiêu của chúng tôi

Tăng trưởng dài hạn	WACC						
	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%	14,0%
4,50%	127.500	117.100	108.100	100.300	93.400	87.300	81.900
4,25%	124.300	114.400	105.900	98.400	91.800	85.900	80.700
<b>4,00%</b>	<b>121.300</b>	<b>111.900</b>	<b>103.800</b>	<b>96.600</b>	<b>90.300</b>	<b>84.600</b>	<b>79.600</b>
3,75%	118.500	109.600	101.800	94.900	88.800	83.400	78.500
3,50%	115.900	107.400	100.000	93.300	87.500	82.200	77.400

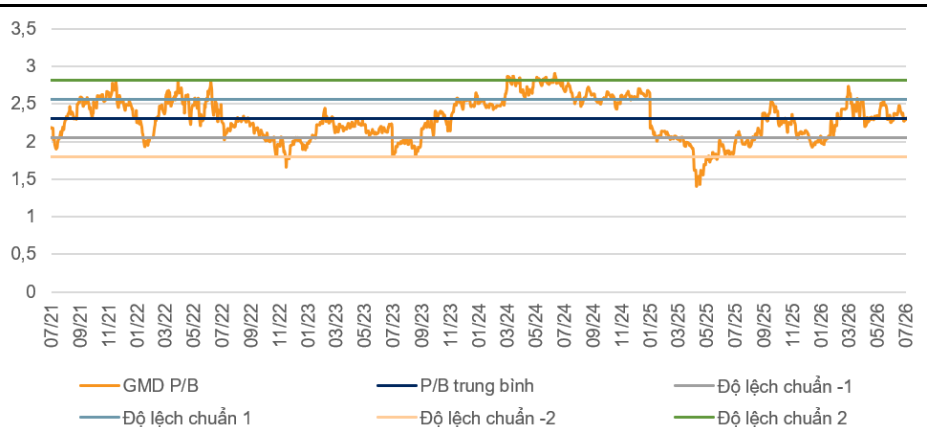
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: So sánh giữa các công ty cùng ngành (dữ liệu vào ngày 2/7/2026)

Công ty	Mã	Quốc gia	Vốn hóa	Doanh thu 12T	%svck	LN ròng 12T	%svck	Nợ ròng/vốn CSH	ROE	P/E	P/B
			triệu USD	triệu USD	%	triệu USD	%	%	%	x	x
<b>Cảng biển nội địa</b>											
CTCP Cảng Hải Phòng	PHP VN	VN	466	105	5,2	37,9	2,0	26,0	14,2	13,0	2,0
CTCP Gemadep	GMD VN	VN	1.225	234	20,1	92,8	45,4	15,4	13,2	18,5	2,4
CTCP Container Việt Nam	VSC VN	VN	262	129	17,4	18,5	(26,4)	87,1	5,5	25,2	1,3
CTCP Cảng Sài Gòn	SGP VN	VN	181	48	10,9	14,2	181,8	1,4	12,4	13,1	1,5
CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ	DVP VN	VN	106	22	(15,4)	13,0	0,6	-	22,9	8,2	1,9
CTCP Cảng Đà Nẵng	CDN VN	VN	108	69	21,8	15,8	33,1	21,0	19,9	6,9	1,3
CTCP Cảng Đồng Nai	PDN VN	VN	208	61	17,8	16,8	26,5	6,4	30,0	13,4	3,7
CTCP Cảng Cát Lái	CLL VN	VN	39	16	29,3	4,0	3,4	2,0	15,9	10,1	1,6
CTCP Đại lý giao nhận vận tải xếp dỡ Tân Cảng	TCL VN	VN	35	110	16,5	6,3	5,7	-	20,0	6,7	1,3
<i>Trung vị Việt Nam</i>			181	69	17,4	15,8	5,7	6,4	15,9	13,0	1,6
<i>Trung bình Việt Nam</i>			292	88	13,7	24,3	30,2	17,7	17,1	12,8	1,9
<b>Cảng biển quốc tế</b>											
Adani Ports & Special Economic	ADSEZ IN	IN	43.296	4.387	27,1	1.447,6	15,5	64,1	16,2	30,9	4,3
Xiamen International Airport C	600897 CH	CN	969	292	8,5	76,6	16,8	2,6	10,7	14,1	1,3
Gujarat Pipavav Port Ltd	GPPV IN	IN	756	131	26,7	58,3	29,8	1,5	21,8	14,4	3,0
Namyong Terminal PCL	NYT TB	TH	139	63	9,1	18,5	49,6	74,1	17,4	7,2	1,2
Westports Holdings Bhd	WPRTS MK	MY	5.034	817	40,4	264,9	20,4	28,2	28,2	18,4	4,9
Suria Capital Holdings Bhd	SURIA MK	MY	107	65	14,3	9,2	24,0	1,9	3,3	42,9	0,4
Navkar Corp Ltd	NACO IN	IN	150	59	41,9	3,4	NA	9,1	1,6	47,4	0,7
<i>Trung vị khu vực</i>			756	131	26,7	58,3	22,2	9,1	16,2	18,4	1,3
<i>Trung bình khu vực</i>			7.207	831	24,0	268,4	26,0	25,9	14,1	25,1	2,3

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: P/B trượt của GMD



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Phụ lục I: Hồ sơ doanh nghiệp

CTCP Gemadept (GMD) tiền thân là Tổng công ty Đại lý và Giao nhận Tổng hợp, được thành lập vào năm 1990. GMD cung cấp nhiều dịch vụ đa dạng trong các lĩnh vực khai thác cảng, logistic, lâm nghiệp và bất động sản. Từ năm 1993, GMD hoạt động theo mô hình CTCP.

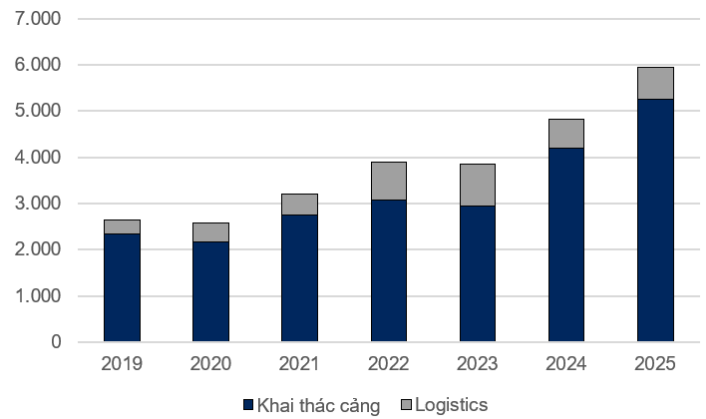
- Khai thác cảng và dịch vụ logistics là hoạt động kinh doanh chính của DN. GMD sở hữu mạng lưới cảng và dịch vụ logistics từ Bắc tới Nam Việt Nam và có phạm vi phủ sóng tới các nước láng giềng như Singapore, Hồng Kông, Trung Quốc và Campuchia. GMD sở hữu 6 cảng biển và 6 trung tâm logistics, với tổng công suất lên tới 5 triệu TEUs.
- Hơn nữa, GMD đã thực hiện một số khoản đầu tư chiến lược. Điển hình là GMD sở hữu và quản lý các dự án trồng cao su tại Việt Nam và Campuchia, sản xuất và bán cao su tự nhiên và mủ cao su. Ngoài ra, GMD còn là công ty phát triển và kinh doanh bất động sản, hoạt động trong lĩnh vực bất động sản dân cư, thương mại và công nghiệp.

Hình 20: Các HĐKD của GMD



Nguồn: BÁO CÁO THƯỜNG NIÊN

Hình 21: Tỷ trọng doanh thu các hoạt động kinh doanh cốt lõi (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Phụ lục II: Hồ sơ doanh nghiệp**

**Báo cáo KQ HĐKD**

(Tỷ đồng)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027F
Doanh thu thuần	2.606	3.206	3.898	3.846	4.832	5.956	6.538	7.123
Giá vốn hàng bán	(1.656)	(2.064)	(2.180)	(2.069)	(2.697)	(3.217)	(3.496)	(3.781)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>950</b>	<b>1.142</b>	<b>1.718</b>	<b>1.776</b>	<b>2.135</b>	<b>2.739</b>	<b>3.042</b>	<b>3.343</b>
Chi phí quản lý DN	(341)	(295)	(524)	(545)	(575)	(611)	(662)	(718)
Chi phí bán hàng	(137)	(154)	(142)	(114)	(247)	(482)	(522)	(567)
LN hoạt động	471	693	1.051	1.117	1.313	1.647	1.858	2.057
EBITDA thuần	879	1.072	1.445	1.512	1.719	2.062	2.244	2.444
Chi phí khấu hao	(408)	(380)	(393)	(395)	(406)	(415)	(385)	(387)
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>471</b>	<b>693</b>	<b>1.051</b>	<b>1.117</b>	<b>1.313</b>	<b>1.647</b>	<b>1.858</b>	<b>2.057</b>
Thu nhập tài chính	28	40	24	1.941	426	228	157	169
Chi phí tài chính	(159)	(108)	(166)	(169)	(150)	(119)	(291)	(353)
Thu nhập ròng khác	16	(55)	(0)	(16)	(320)	(394)	(394)	(394)
Thu nhập từ các công ty LDLK	157	237	399	272	829	1.158	1.497	1.507
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>513</b>	<b>806</b>	<b>1.308</b>	<b>3.144</b>	<b>2.099</b>	<b>2.521</b>	<b>2.828</b>	<b>2.986</b>
Chi phí thuế	(72)	(86)	(147)	(642)	(175)	(218)	(270)	(300)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>371</b>	<b>612</b>	<b>994</b>	<b>2.222</b>	<b>1.455</b>	<b>1.756</b>	<b>1.951</b>	<b>2.048</b>
Lợi nhuận ròng sau điều chỉnh	371	612	994	2.222	1.455	1.756	1.951	2.048

**Bảng cân đối kế toán**

(Tỷ đồng)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027F
Tiền & Tương đương tiền	428	637	1.364	1.474	3.964	1.622	2.311	2.481
Đầu tư tài chính ngắn hạn	23	52	82	356	1.021	2.739	82	82
Các khoản phải thu ngắn hạn	342	437	542	585	599	674	909	990
Hàng tồn kho	73	69	83	68	83	92	145	159
Tài sản ngắn hạn khác	84	90	222	290	369	354	221	239
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.356</b>	<b>1.689</b>	<b>2.619</b>	<b>3.401</b>	<b>6.684</b>	<b>6.206</b>	<b>4.398</b>	<b>4.791</b>
Tài sản cố định	3.143	3.146	3.262	4.169	4.033	5.584	5.635	5.686
Tổng tài sản đầu tư	2.531	2.830	3.065	3.122	3.844	4.867	5.887	7.780
Tài sản dài hạn khác	2.804	3.066	4.084	2.850	3.437	3.169	6.116	6.067
<b>Tổng tài sản</b>	<b>9.835</b>	<b>10.731</b>	<b>13.031</b>	<b>13.542</b>	<b>17.998</b>	<b>19.826</b>	<b>22.035</b>	<b>24.324</b>
Nợ vay ngắn hạn	763	860	543	446	422	308	338	368
Phải trả người bán ngắn hạn	358	381	838	508	487	686	753	821
Phải trả ngắn hạn khác	338	505	1.530	515	769	745	949	1.042
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.745</b>	<b>2.263</b>	<b>3.211</b>	<b>1.936</b>	<b>2.101</b>	<b>2.343</b>	<b>2.691</b>	<b>2.936</b>
Nợ vay dài hạn	1.138	1.061	1.486	1.518	1.745	2.082	2.430	3.109
Phải trả dài hạn khác	357	363	386	381	380	484	676	737
Vốn góp của chủ sở hữu	3.014	3.014	3.014	3.059	4.140	4.265	6.397	6.397
Lợi nhuận giữ lại	435	661	1.227	2.938	3.617	4.213	2.793	3.459
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.901</b>	<b>6.319</b>	<b>6.926</b>	<b>8.558</b>	<b>12.382</b>	<b>13.140</b>	<b>13.852</b>	<b>14.519</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(70)	(108)	(167)	(280)	(468)	(547)	(608)	(638)
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>9.835</b>	<b>10.731</b>	<b>13.031</b>	<b>13.542</b>	<b>17.998</b>	<b>19.826</b>	<b>22.035</b>	<b>24.324</b>

## Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027F
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	513	806	1.308	3.144	2.099	2.521	2.828	2.986
Khấu hao	408	380	393	395	406	415	385	387
Thuế đã nộp	-167	-103	-147	-625	-242	-244	-270	-300
Các khoản điều chỉnh khác	-234	-117	-458	-2.306	-777	-1.090	-195	-251
Thay đổi vốn lưu động	136	-2	1.203	-696	42	540	-387	-307
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>655</b>	<b>965</b>	<b>2.299</b>	<b>-88</b>	<b>1.527</b>	<b>2.142</b>	<b>2.362</b>	<b>2.515</b>
Đầu tư TSCĐ	-216	-586	-1.366	-1.068	-1.480	-1.676	-94	-94
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	22	42	4	22	13	4	0	0
Các khoản khác	292	179	174	2.613	528	38	-1.019	-1.893
Thay đổi tài sản dài hạn khác	-25	9	-47	-554	-435	-1.746	0	0
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT</b>	<b>73</b>	<b>-356</b>	<b>-1.235</b>	<b>1.013</b>	<b>-1.375</b>	<b>-3.380</b>	<b>-1.114</b>	<b>-1.987</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	45	0	0	45	3.059	125	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	-177	29	91	-81	196	86	378	709
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	0	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức	-353	-426	-428	-780	-916	-1.315	-938	-1.066
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC</b>	<b>-486</b>	<b>-398</b>	<b>-338</b>	<b>-816</b>	<b>2.339</b>	<b>-1.104</b>	<b>-560</b>	<b>-357</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	186	428	637	1.364	1.474	3.964	1.622	2.311
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong năm</b>	<b>242</b>	<b>211</b>	<b>727</b>	<b>110</b>	<b>2.491</b>	<b>-2.342</b>	<b>688</b>	<b>170</b>
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>428</b>	<b>639</b>	<b>1.364</b>	<b>1.474</b>	<b>3.965</b>	<b>1.622</b>	<b>2.311</b>	<b>2.481</b>

## Chỉ số tài chính quan trọng

Chỉ số định giá	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027F
EPS (VND)	1.231	2.031	3.298	7.265	3.516	4.116	3.050	3.201
P/E	62,1	37,6	23,2	10,5	21,7	18,6	25,1	23,9
PEG 1 năm	149,7	57,8	37,2	8,7	(42,1)	108,6	(96,7)	480,1
EV/EBIT	41,7	48,9	33,2	21,9	20,9	24,1	19,8	26,3
EV/EBITDA	24,9	26,2	21,5	15,9	15,5	18,4	15,8	21,8
P/S	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
P/B	3,9	3,6	3,3	2,7	2,6	2,5	3,5	3,4
Tỷ suất cổ tức	2,4%	1,8%	2,1%	2,2%	3,9%	3,4%	4,7%	2,2%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	95,3%	69,6%	43,1%	35,1%	62,9%	74,9%	48,1%	52,1%
<b>Chỉ số tăng trưởng</b>								
Tăng trưởng doanh thu	-2,4%	-1,4%	23,1%	21,6%	-1,3%	25,6%	23,3%	9,8%
Tăng trưởng LN gộp	-6,2%	20,2%	50,5%	3,4%	20,2%	28,3%	11,0%	9,9%
Tăng trưởng LN ròng	-28,3%	65,0%	62,4%	123,6%	-34,5%	20,6%	11,1%	5,0%
Tăng trưởng EPS	-29,3%	65,0%	62,4%	120,3%	-51,6%	17,1%	-25,9%	5,0%
<b>Chỉ số hiệu quả sinh lời</b>								
Biên LN gộp	36,4%	35,6%	44,1%	46,2%	44,2%	46,0%	46,5%	46,9%
Biên EBITDA	33,7%	33,4%	37,1%	39,3%	35,6%	34,6%	34,3%	34,3%
Biên LN hoạt động	18,1%	21,6%	27,0%	29,0%	27,2%	27,7%	28,4%	28,9%
Biên LN ròng	14,2%	19,1%	25,5%	57,8%	30,1%	29,5%	29,8%	28,8%
ROAA	3,8%	5,7%	7,6%	16,4%	8,1%	8,9%	8,9%	8,4%
ROAE	6,3%	9,7%	14,4%	26,0%	11,8%	13,4%	14,1%	14,1%
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>								
Khả năng trả lãi vay (EBIT/Lãi vay)	3,2	6	8	8	9	15	8	7
EBITDA/(Lãi vay + CAPEX)	1,6	3,3	1,9	1,0	1,4	1,3	1,1	5,5
Nợ vay/ Vốn	19,3%	17,9%	15,6%	14,5%	12,0%	12,1%	12,6%	14,3%
Nợ vay/ VCSH	32,2%	30,4%	29,3%	22,9%	17,5%	18,2%	20,0%	23,9%
Nợ vay ròng/ VCSH	25,0%	20,3%	9,6%	5,7%	-14,5%	5,8%	3,3%	6,9%
<b>Chỉ số thanh khoản</b>								
Vòng quay tổng tài sản	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Vòng quay khoản phải thu	7,4	6,7	6,6	6,9	6,5	7,6	7,5	6,9
Số ngày phải thu	49,7	54,5	55,7	52,7	56,1	48,1	48,5	53,0
Vòng quay khoản phải trả	6,7	8,7	6,4	5,7	9,7	10,2	9,1	9,1
Số ngày phải trả	54,7	42,0	57,1	63,9	37,6	35,9	40,2	40,3
Vòng quay hàng tồn kho	22	29	29	27	36	37	29	25
Số ngày tồn kho	16	12	14	12	11	10	15	15
Hệ số thanh toán hiện hành	0,8	0,7	0,8	1,8	3,2	2,6	1,6	1,6
Hệ số thanh toán nhanh	0,7	0,7	0,8	1,7	3,1	2,6	1,6	1,6

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

#### Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

**KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

**TRUNG LẬP** Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

**KÉM KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

#### Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

**TÍCH CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TRUNG TÍNH** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TIÊU CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

### Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Phân tích & Tư vấn đầu tư

Email: [phuong.hoangviet@vndirect.com.vn](mailto:phuong.hoangviet@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng phòng

Email: [hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn](mailto:hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn)

### Đặng Huy Hoàng – Chuyên viên Phân tích

Email: [hoang.danghuy2@vndirect.com.vn](mailto:hoang.danghuy2@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – P. Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>