



BÁO CÁO ĐỊNH GIÁ LẦN ĐẦU (GMD - HSX)

Công ty Cổ phần Gemadept

**"VỮNG BƯỚC CÙNG DÒNG CHẢY
KINH TẾ QUỐC GIA"**



Liên hệ

(+84) 24 3926 0099

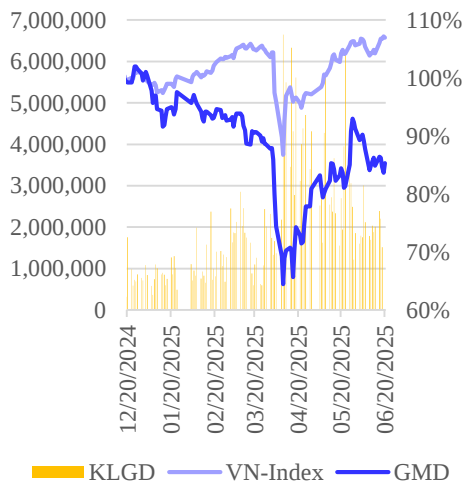
online@vncsi.com.vn

www.vncsi.com

Ngày thực hiện: 23/06/2025

Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	55,900
Giá mục tiêu	67,700
Upside	21.11%
Thời gian nắm giữ	12 tháng
Cổ tức	0đ/cp
Tỷ suất cổ tức	0.00%

Biến động giá GMD & VN-Index 6 tháng



Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP Niêm yết	420,192,309
Vốn hóa (tỷ VND)	23,489
Khoảng giá 52 tuần	42,200đ – 71,000đ
Giá trị khớp lệnh bình quân 20 phiên (tỷ VND)	140.6
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0.00%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	40.32%

Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	Q1/2025
EPS	7,357	3,516	3,797
BVPS	28,050	29,909	30,163
PE	8.69	15.79	14.62
PB	2.28	1.86	1.84
ROE%	29.03%	13.89%	11.91%
ROA%	16.94%	9.23%	7.97%

Nguồn: FiinPro, CSI Research

Chỉ tiêu tài chính (tỷ VND)

Chỉ tiêu	2023	2024	Q12025	2025F
Doanh thu thuần	3,846	4,832	1,277	5,544
%YoY	-1.3%	25.6%	12.5%	14.7%
Lợi nhuận gộp	1,778	2,135	561.6	2,452
%YoY	3.5%	20.1%	20.8%	14.8%
Lợi nhuận sau thuế	2,534	1,924	521.7	2,290

Nguồn: GMD, CSI Research

Điểm nhấn đầu tư

Dự án cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 và cảng Gemalink giai đoạn 2 là tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn của GMD

Dự án cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 đang được tiến hành thi công với tổng vốn đầu tư ban đầu 2,500 tỷ đồng và nâng tổng công suất tại cụm cảng Nam Đình Vũ lên đến 2 triệu TEUs, tăng 67% so với công suất hiện tại.

Giai đoạn 2 của cảng Gemalink sau khi hoàn thành sẽ nâng tổng công suất khai thác lên 3 triệu TEUs, tăng gấp 2 lần so với thời điểm hiện tại và có khả năng đón được tàu có trọng tải lên tới 250,000 DWT.

Cơ cấu tài chính ổn định và nguồn vốn dư dả cho hoạt động đầu tư mở rộng, nâng cao công suất khai thác

Tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn của GMD tại thời điểm kết thúc quý I/2025 đạt 4,808 tỷ đồng, duy trì ở mức kỷ lục sau khi thực hiện thoái vốn các mảng hoạt động kém hiệu quả và hoàn thành kế hoạch phát hành cho cổ đông hiện hữu. Bên cạnh đó, tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu chỉ đạt 13.6% cho thấy cơ cấu tài chính tương đối lành mạnh của GMD, đồng thời doanh nghiệp hoàn toàn có dư địa gia tăng nợ vay trong tương lai nếu có nhu cầu bổ sung nguồn vốn đầu tư các dự án mới.

Biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh mẽ kể từ thời điểm thoái vốn

Sau giai đoạn tỷ trọng cơ cấu doanh thu được đóng góp cân bằng giữa hai mảng chính là khai thác cảng và dịch vụ logistics, GMD thực hiện thoái vốn lại mảng dịch vụ logistics cho tập đoàn CJ Hàn Quốc.

Biên lợi nhuận gộp ghi nhận sự bứt phá mạnh mẽ và tiếp tục duy trì xu hướng tăng cho tới năm 2024 và cả quý I/2025. Không chỉ dừng lại ở đó, sau khi chịu sự sụt giảm đáng kể từ sự kiện trên, doanh thu hợp nhất đã vượt đỉnh mức cao nhất trong năm 2017, trong khi biên lợi nhuận gộp cao hơn tới gần 20 điểm phần trăm, đóng góp đáng kể vào hiệu suất hoạt động của doanh nghiệp.

Rủi ro đầu tư:

Áp lực cạnh tranh gia tăng tại cụm cảng Cái Mép – Thị Vải khiến giảm thiểu công suất hoạt động của cảng Gemalink. Ngoài ra, ảnh hưởng từ mức thuế đối ứng từ Mỹ sẽ khiến sản lượng khai thác cảng biển sụt giảm.

Định giá:

Chúng tôi lựa chọn phương pháp định giá FCFF để hạn chế ảnh hưởng của biến động trong cơ cấu tài chính của GMD với mức giá mục tiêu đạt 67,700đ/cổ phiếu, tương ứng mức tăng 21.11% và thời gian nắm giữ trong vòng 12 tháng.

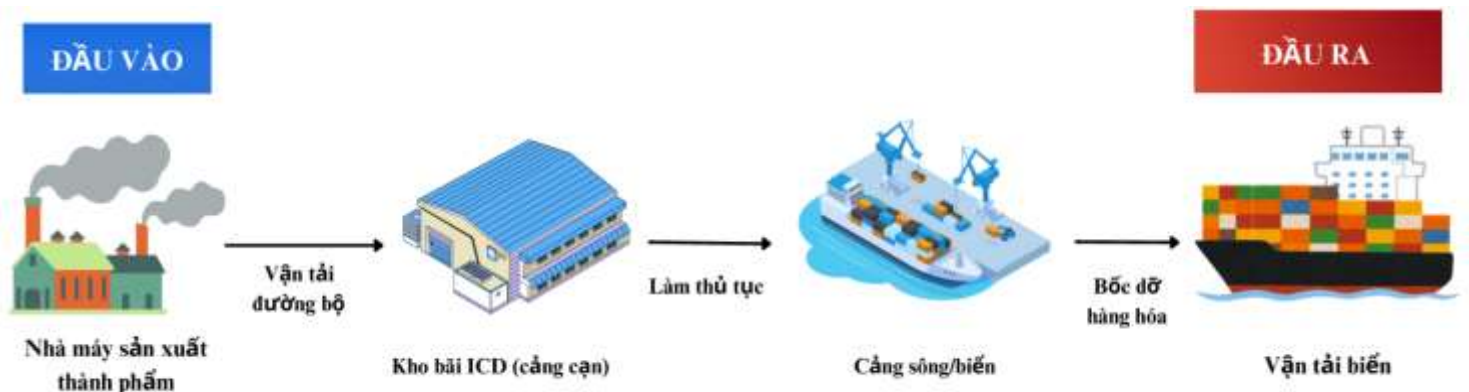
TỔNG QUAN NGÀNH CẢNG BIỂN

Ngành cảng biển có vai trò đặc biệt quan trọng trong chuỗi cung ứng vận tải hàng hóa, kết nối giữa các loại hình vận tải khác với vận tải đường biển. Chức năng chính của cảng biển và các dịch vụ phụ trợ bao gồm xếp dỡ hàng hóa lên xuống tàu, trung chuyển hàng hóa và lưu trữ hàng hóa nhằm thực hiện các thủ tục cần thiết trước khi hàng hóa được vận chuyển tới các điểm đến. Cảng biển có một hoặc nhiều bến cảng, bến cảng có một hoặc nhiều cầu cảng phụ thuộc vào lưu lượng vận chuyển hàng hóa qua cảng cao hay thấp.

Có hai loại cảng biển là cảng xếp dỡ container và cảng hàng rời, khác nhau về loại hàng hóa được vận chuyển, cơ sở hạ tầng, quy trình xếp dỡ và các yêu cầu kỹ thuật tại cảng. Cảng container tập trung xếp dỡ hàng hóa được đóng trong các container, có kích thước và trọng lượng được chuẩn hóa, trong khi cảng hàng rời chuyên chở hàng hóa không đóng gói như ngũ cốc và khoáng sản, hoặc hàng lỏng như dầu mỏ và hóa chất.

Theo UNCTAD, vận tải đường biển chiếm hơn 80% tổng lượng vận tải toàn cầu cho thấy tầm quan trọng của ngành cảng biển đối với hoạt động thương mại trên toàn thế giới.

Hình 1. Chuỗi giá trị ngành vận tải biển



DIỄN BIẾN NGÀNH CẢNG BIỂN

Tình hình Cảng biển và Logistics trên thế giới

- Khối lượng vận tải hàng hóa duy trì đà tăng trưởng

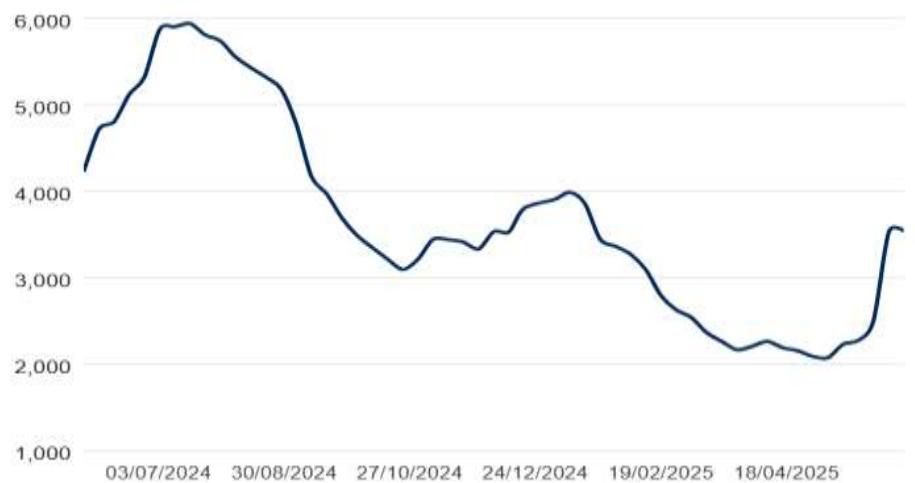
Báo cáo của Container Trades Statistics Ltd. cho thấy tổng khối lượng vận tải hàng hóa bằng đường biển trên toàn cầu trong năm 2024 đạt 183.2 triệu TEUs, tương ứng mức tăng 6% so với năm 2023. Trong đó, khu vực Bắc Mỹ gia tăng nhập khẩu đáng kể, đồng thời thu hẹp khoảng cách sản lượng khai thác hàng hóa đường biển với châu Âu khi Đức ghi nhận mức sụt giảm xuất khẩu 4% so với cùng kỳ và tiếp tục chịu đà giảm từ năm 2023.

- Giá cước biến động lớn theo các sự kiện trên thế giới

Giá cước vận chuyển container đạt đỉnh vào quý IV/2021 do nhu cầu tăng cao và tình trạng thiếu hụt container rỗng xuất hiện. Tuy nhiên, kinh tế toàn cầu gặp khó khăn, lạm phát tăng cao khiến các quốc gia buộc phải thực hiện thắt chặt chính sách tiền tệ dẫn đến sức tiêu dùng giảm. Giá cước vận chuyển container sau đó giảm mạnh trong hầu hết thời gian của năm 2022 và biến động hẹp trong năm 2023, tuy nhiên vẫn duy trì ở mức cao hơn mặt bằng trước dịch Covid-19. Đây là hệ quả của nguồn cung tàu tăng cao trong năm 2023 trước bối cảnh nhu cầu tương đối thấp trên toàn thế giới.

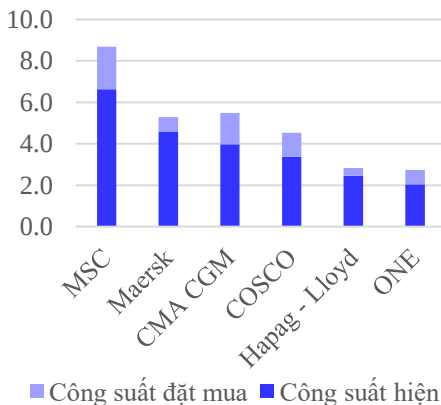
Giá cước vận tải biển quay đầu tăng trở lại trong thời gian gần đây do các quốc gia, đặc biệt là do Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu vào Mỹ nhằm tận dụng khoảng thời gian trước khi thuế đối ứng có hiệu lực khiến tình trạng tắc nghẽn cảng biển quay trở lại. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức tăng chỉ diễn ra trong ngắn hạn và sẽ sớm quay trở lại vùng cân bằng khi các doanh nghiệp đã hoàn tất quá trình nhập hàng cho quý III/2025.

Biểu đồ 1. Chỉ số WCI cho thấy giá cước vận tải biển có xu hướng tăng trong ngắn hạn (USD/40ft)



Nguồn: Drewry

Biểu đồ 2. MSC dẫn đầu cuộc đua mua sắm tàu mới (triệu TEUs)



Nguồn: Alphaliner, CSI Research

- Các hãng vận tải biển với cuộc đua sắm tàu mới

Sau giai đoạn đạt lợi nhuận kỷ lục, các hãng vận tải biển đang đặt mua nhiều tàu container mới. Theo dữ liệu từ Alphaliner, tổng công suất tàu container đang được đặt mua tại thời điểm tháng 6/2025 đã đạt 8.7 triệu TEUs, mức cao nhất từ trước tới nay. MSC (Mediterranean Shipping Company) hiện là công ty mua sắm nhiều tàu container mới nhất, với 107 tàu được đặt mua, CMA – CGM đứng thứ hai với 103 tàu.

Theo báo cáo của BIMCO (Công hội Hàng hải Quốc tế và Vùng Baltic), công suất dự kiến toàn đội tàu container sẽ tăng 10% so với năm 2023. Điều này là yếu tố gây áp lực lên giá cước vận tải biển khi công suất vận chuyển tăng đáng kể cùng với nhu cầu vận chuyển có khả năng không tăng tương xứng do những yếu tố lo ngại về sự bất định của thương mại toàn

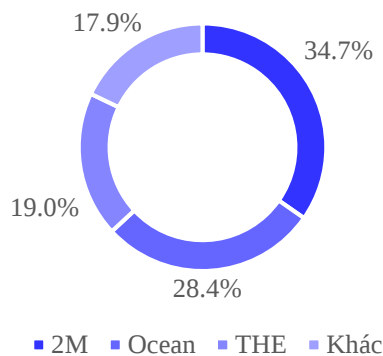
cầu trong bối cảnh các mức thuế quan của tổng thống Donald Trump dần có hiệu lực.

Chúng tôi cho rằng giá cước vận tải container sẽ khó duy trì ở mức cao do số lượng lớn tàu được giao trong năm 2025 cùng với tình trạng xung đột tại các khu vực then chốt của vận tải đường biển được khơi thông.

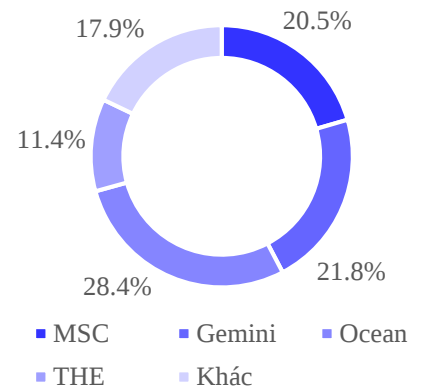
- Thay đổi liên minh các hãng tàu trên thế giới

Các liên minh vận tải biển hiện đang chiếm hơn 80% thị phần toàn cầu, tạo nên sự cạnh tranh mạnh mẽ và ảnh hưởng trực tiếp tới chuỗi cung ứng. Trong khi MSC chú trọng tăng quy mô đội tàu nhằm gia tăng công suất vận tải, Maersk duy trì quan điểm chú trọng trở thành nhà cung cấp dịch vụ logistics tích hợp. Với những khác biệt trong chiến lược kinh doanh, liên minh 2M giữa MSC và Maersk đã chấm dứt vào tháng 02/2025. Thay đổi liên minh hãng tàu cũng sẽ định hình lại thị trường vận tải biển đồng thời ảnh hưởng tới năng lực cạnh tranh của từng thành viên.

Biểu đồ 3. Thị phần các liên minh hãng tàu trước 01/2025



Biểu đồ 4. Thị phần các liên minh hãng tàu sau 02/2025



Nguồn: Alphaliner, CSI Research

Tình hình Cảng biển và Logistics tại Việt Nam

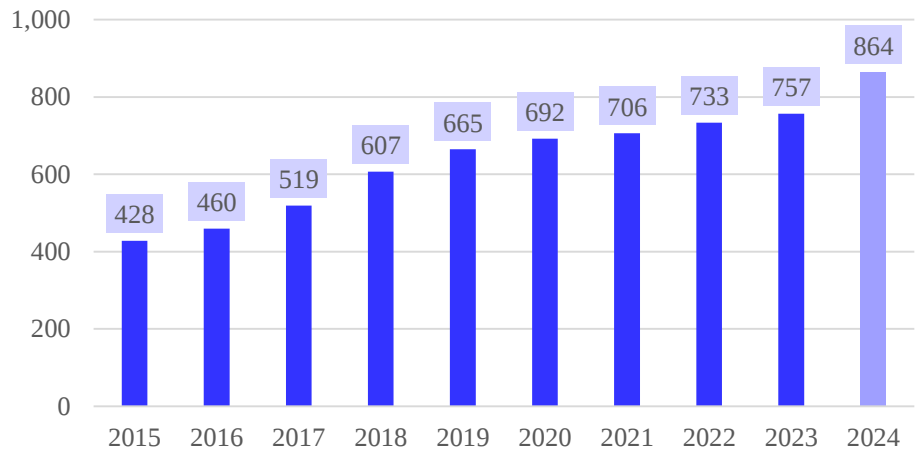
- Cảng biển Việt Nam đóng vai trò quan trọng trong chuỗi cung ứng hàng hóa

Cùng sự phát triển mạnh mẽ về số lượng, hệ thống cảng biển Việt Nam ngày càng được nâng cao về năng lực cũng như chất lượng dịch vụ, góp phần gia tăng sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển và đảm bảo công suất khai thác ở mức tối ưu. Năm 2015, khối lượng hàng hóa thông qua cảng biển tại Việt Nam đạt 427.8 triệu tấn, chiếm 81.8% khối lượng hàng hóa qua các loại hình cảng bao gồm cảng biển, cảng thủy nội địa và cảng hàng không. Trong giai đoạn 2016 – 2020, khối lượng hàng hóa thông qua cảng biển tăng trưởng với mức CAGR đạt 10%/năm, có phần chững lại

trong giai đoạn 2020 – 2023 và bứt phá mạnh mẽ 14% trong năm 2024 với tổng khối lượng hàng hóa thông qua đạt 864.4 triệu tấn.

Theo số liệu thống kê từ Cục Hàng hải và Đường thủy Việt Nam, khối lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng biển cả nước trong 4 tháng đầu năm 2025 đạt hơn 342 triệu tấn, tăng 6% so với cùng kỳ năm 2024.

Biểu đồ 5. Khối lượng hàng hóa thông qua cảng biển tại Việt Nam (triệu tấn)



Nguồn: Cục Hàng hải và Đường thủy Việt Nam, CSI Research

- Vị trí địa lý là yếu tố quan trọng đối với lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp

Tại miền Bắc: hàng hóa cảng biển tập trung chủ yếu ở cụm cảng Hải Phòng và Quảng Ninh. Trong đó 90% sản lượng tại cụm cảng Quảng Ninh là hàng rời, còn cụm cảng Hải Phòng chủ yếu khai thác hàng container. Cụm cảng Hải Phòng có vị trí thuận lợi cho hoạt động thương mại khi nằm ở hạ nguồn sông Cẩm, đặc biệt cảng nước sâu lớn nhất miền Bắc – cảng Lạch Huyện có khả năng tiếp nhận tàu trọng tải lên tới 160,000DWT.

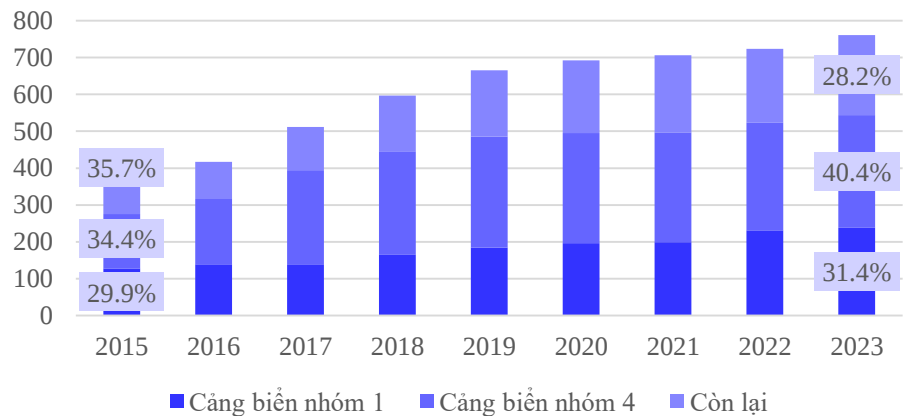
Tại miền Trung: các cảng biển ở vị trí này chủ yếu tập trung khai thác nhóm hàng rời như quặng, than đá, dầu khí, phân bón phục vụ cho các khu công nghiệp trải dài trên dải đất miền Trung của Việt Nam.

Tại miền Nam: có hai cụm cảng đóng góp tỷ trọng đáng kể trong cơ cấu sản lượng hàng hóa khai thác qua cảng biển ở nước ta. Trong đó, khu vực cảng Cát Lái ở TP. HCM có thị phần lớn nhờ vị trí địa lý gần trung tâm TP. HCM và các nhà máy tại khu công nghiệp ở Đồng Nai, Bình Dương thuận tiện cho việc vận chuyển hàng hóa đường bộ. Cụm cảng Cái Mép – Thị Vải với lợi thế là cảng nước sâu tự nhiên, nằm trên các tuyến hàng hải nhộn nhịp đi qua Biển Đông và được định hướng trở thành cảng trung chuyển quốc tế.

Trong các cụm cảng tại Việt Nam, thị phần lớn nhất ghi nhận ở cụm cảng Nhóm 4 (cụm Đông Nam Bộ và cảng Long An) và bước vào xu hướng tăng

cho tới năm 2024. Mặc dù quỹ đất khu vực TP. HCM hạn chế mở rộng cảng và xu hướng gia tăng kích thước đội tàu khiến việc di chuyển sâu vào trong sông Đồng Nai gặp khó, cụm cảng Cái Mép – Thị Vải nổi lên như vị cứu tinh cho khu vực giúp tỷ trọng đóng góp sở hữu mức tăng ấn tượng từ 34.4% trong năm 2015 lên tới 40.4% trong năm 2023. Cụm cảng Nhóm 1 (cụm cảng biển khu vực Đồng bằng Sông Hồng) tiếp tục duy trì mức tỷ trọng đáng kể, đạt 31.4% trong năm 2023 khi đóng vai trò trung tâm vận chuyển hàng hóa của vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc.

Biểu đồ 6. Cơ cấu sản lượng thông qua các nhóm cảng biển tại Việt Nam (triệu tấn)



Nguồn: Cục Hàng hải và Đường thủy Việt Nam, CSI Research

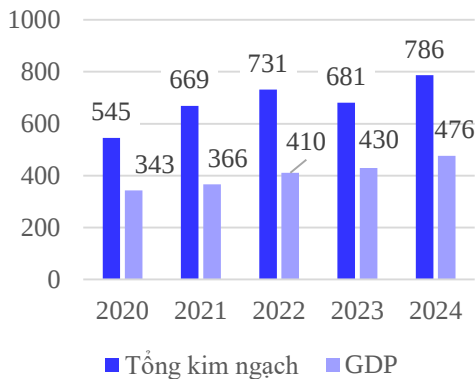
- Tình hình kinh tế, thương mại tác động đến ngành logistics tại Việt Nam
 - PMI

Theo báo cáo của S&P Global, Chỉ số Quản lý thu mua (PMI) ngành sản xuất Việt Nam trong tháng 5 có kết quả dưới ngưỡng 50 điểm tháng thứ hai liên tiếp, tuy nhiên đã phục hồi lên mức 49.8 điểm, cao hơn 4.2 điểm so với mức 45.6 điểm của tháng 4 cho thấy các điều kiện kinh doanh của ngành sản xuất đang trở lại điểm cân bằng sau khi chịu áp lực bởi những tin tức về thuế đối ứng được công bố.

- Xuất nhập khẩu

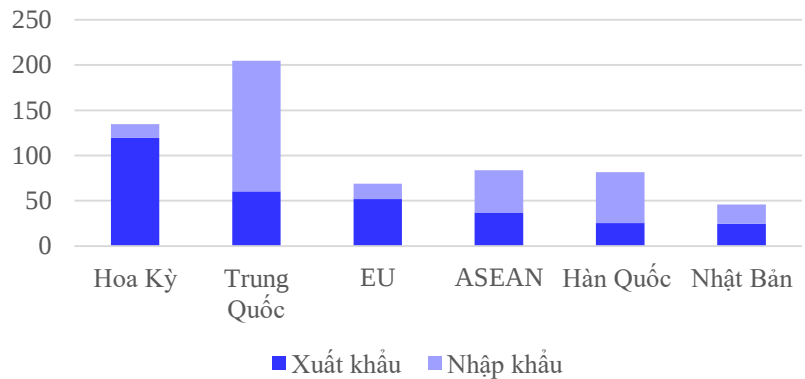
Tính đến hết tháng 5/2025, tổng giá trị xuất nhập khẩu của Việt Nam đạt 355.79 tỷ USD, tăng 16.2% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, nhóm hàng hóa bao gồm sản phẩm điện tử, linh kiện và máy móc, thiết bị, phụ tùng ghi nhận tăng trưởng tích cực, đóng góp đáng kể vào mức tăng chung của kim ngạch. Những yếu tố tích cực từ hoạt động xuất nhập khẩu trên tạo động lực phát triển mạnh mẽ cho ngành logistics nói chung và khai thác cảng biển nói riêng.

Biểu đồ 7. Kim ngạch XNK duy trì ở mức cao gấp 1.6 - 1.8 lần so với GDP (tỷ USD)



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CSI Research

Biểu đồ 8. Kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam với một số thị trường trọng điểm trong năm 2024 (tỷ USD)



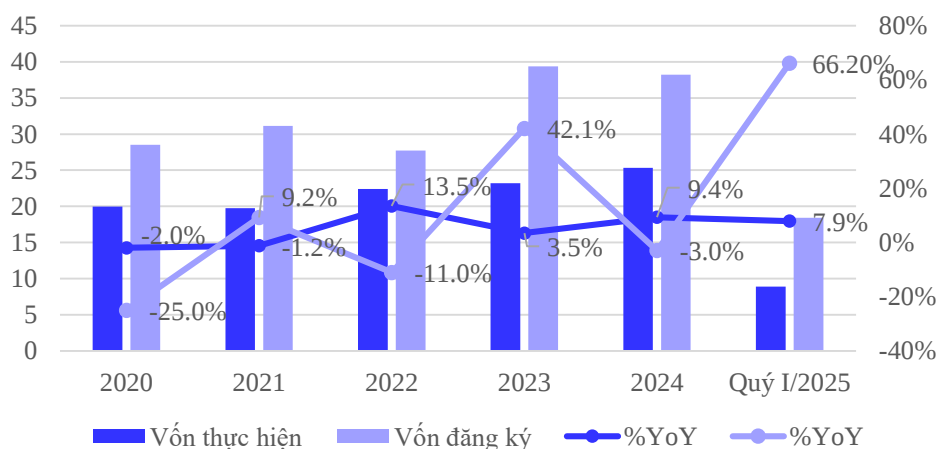
Nguồn: Tổng cục Thống kê, CSI Research

• FDI

Vốn FDI thực hiện và FDI đăng ký trong năm 2024 chỉ tăng lần lượt 9.4% và giảm nhẹ 3% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, cả vốn thực hiện và vốn đăng ký lũy kế 5 tháng đầu năm 2025 đều ghi nhận sự cải thiện so với cùng kỳ, tăng trưởng lần lượt 7.9% và 66.2% với giá trị đạt 8.9 tỷ USD và 18.4 tỷ USD. Xu hướng cải thiện tích cực cho thấy Việt Nam tiếp tục là điểm đến đáng tin cậy của các đối tác đầu tư nước ngoài nhờ các chính sách ưu đãi cùng với môi trường chính trị, pháp lý ổn định.

03 tháng đầu năm 2025, ngành chế biến, chế tạo tiếp tục là đầu tàu FDI với mức tăng trưởng 73% so với cùng kỳ và chiếm tới 69.1% tỷ trọng trong cơ cấu FDI theo ngành, mức tăng trưởng ấn tượng cũng được ghi nhận ở lĩnh vực kinh doanh Bất động sản – ngành xếp thứ hai trong tỷ trọng cơ cấu FDI.

Biểu đồ 9. FDI tiếp tục duy trì mức tăng trưởng tích cực (tỷ USD)

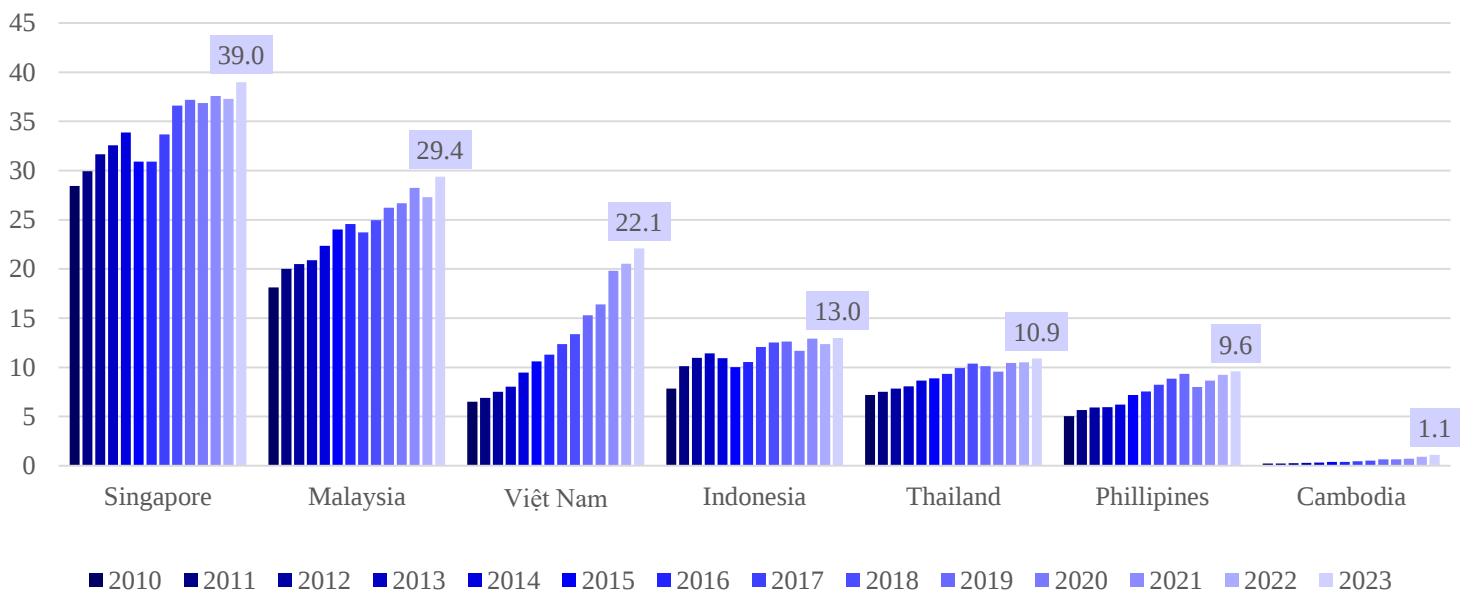


Nguồn: FiinPro, CSI Research

- Sản lượng khai thác cảng của Việt Nam so với các nước Đông Nam Á

Việt Nam trở thành quốc gia trong khu vực Đông Nam Á có tốc độ tăng trưởng sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển lớn thứ hai khu vực, từ thời điểm chỉ chiếm 8.9% thị phần trong năm 2010, lên tới 20% trong năm 2022 với mức tăng trưởng CAGR đạt 9.8% trong giai đoạn 2010 – 2023, chỉ sau Campuchia, tuy nhiên sự khác biệt lớn về giá trị khiến mức tăng của Việt Nam trở nên đáng ghi nhận hơn nhiều so với quốc gia láng giềng.

Biểu đồ 10. Việt Nam ghi nhận tốc độ tăng trưởng giá trị sản lượng khai thác hàng hóa qua cảng biển nhanh nhất khu vực Đông Nam Á giai đoạn 2010 - 2023 (triệu TEUs)



Nguồn: CSI Research tổng hợp

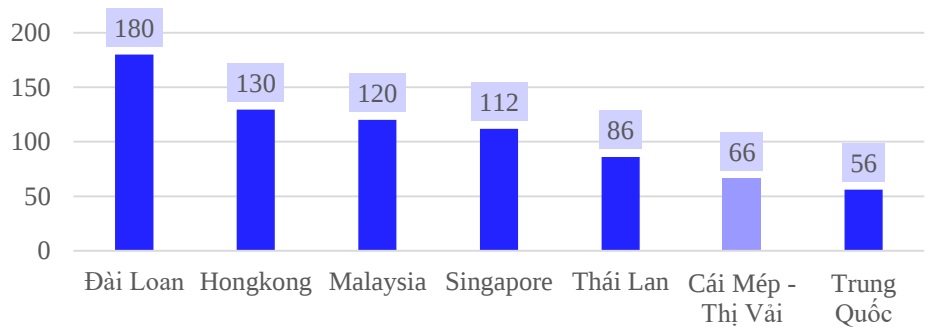
TIỀM NĂNG NGÀNH CẢNG BIỂN VIỆT NAM

Dư địa gia tăng giá bốc dỡ hàng hóa của Việt Nam còn nhiều tiềm năng khi so với các quốc gia khác cùng khu vực

Bộ Giao thông Vận tải ban hành Thông tư số 39/TT – BGTVT công bố biểu khung giá dịch vụ bốc dỡ container cảng biển. Theo đó, giá dịch vụ bốc dỡ container nội địa không có sự thay đổi so với quy định hiện hành, tuy nhiên giá dịch vụ bốc dỡ container liên quan tới hoạt động xuất nhập khẩu tăng khoảng 10% so với mức giá dịch vụ trước đây.

So sánh với các quốc gia khác, giá bốc dỡ bình quân vẫn ở mức thấp cho thấy trong tương lai, Việt Nam còn nhiều dư địa để cạnh tranh hoặc gia tăng mức phí dịch vụ bốc dỡ trong bối cảnh cơ sở hạ tầng được chú trọng đầu tư đồng bộ và công suất khai thác của các cảng được cải thiện nhằm phát huy lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ khác trong khu vực.

Biểu đồ 11. Giá dịch vụ bốc dỡ container tại các cảng của Việt Nam ở mức thấp so với các quốc gia cùng khu vực (USD/TEU)



Nguồn: CSI Research tổng hợp

Tận dụng tốt các biến động của chuỗi cung ứng vận tải biển để gia tăng sản lượng khai thác cảng nhờ vị trí chiến lược

Nhìn về quá khứ, khi chiến tranh thương mại xảy ra vào năm 2018 với việc Mỹ áp thuế lên các mặt hàng nhập khẩu từ Trung Quốc làm gia tăng xu hướng dịch chuyển hàng hóa sang các quốc gia khác, trong đó có Việt Nam. Dữ liệu thực tế đã phản ánh mạnh mẽ với sản lượng khai thác cảng của Việt Nam trong năm 2018 đạt 607 triệu tấn, tăng 17% so với cùng kỳ và các doanh nghiệp khai thác cảng sở hữu tuyến vận chuyển từ châu Á tới bờ Tây nước Mỹ được hưởng lợi từ sự kiện trên.

Tình trạng tắc nghẽn cảng biển lan rộng khắp châu Á kể từ giữa tháng 5/2025 khiến thời gian chờ tàu kéo dài tại các cảng lớn trên thế giới, đặc biệt ở vị trí gần với Việt Nam như cảng Port Klang, cảng Singapore.

Việc các cảng lớn trong khu vực gặp phải tình trạng tắc nghẽn đang mang đến cơ hội kinh doanh cho các doanh nghiệp Việt Nam, đơn cử là GMD khi một số chuyến tàu của các hãng lớn đã chuyển hướng, ghé vào cảng Gemalink ở cụm cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải. Trường hợp tình trạng tắc nghẽn cảng diễn ra trong thời gian dài, nhiều khả năng các hãng tàu lớn hoàn toàn có thể thay đổi một phần lượng hàng hóa từ các Hub lớn, qua đó trực tiếp đóng góp vào tăng trưởng sản lượng khai thác cảng biển tại Việt Nam trong dài hạn.

FDI tiếp tục là bộ phận cho hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam qua đó gia tăng

Với việc ngành chế biến, chế tạo tiếp tục là đầu tàu tăng trưởng cho FDI cho thấy nhà đầu tư đánh giá cao năng lực sản xuất công nghiệp, chính sách và môi trường pháp lý của Việt Nam. Đặc biệt, theo khảo sát của Tổ chức Xúc tiến Thương mại Nhật Bản (JETRO), 56.1% doanh nghiệp Nhật Bản dự kiến mở rộng kinh doanh tại Việt Nam trong 1 – 2 năm tới, tỷ lệ này đứng đầu khu vực Đông Nam Á. Cùng với Nhật Bản, các doanh nghiệp châu Âu cũng đánh giá cao môi trường kinh doanh tại Việt Nam nhờ vào

những nỗ lực không ngừng của Chính phủ trong việc tinh gọn bộ máy tổ chức và hướng tới cải thiện năng lực đáp ứng nhu cầu đầu tư, kinh doanh của các doanh nghiệp.

Triển vọng FDI trong dài hạn cũng tương đối rõ ràng với việc tập đoàn Apple đã hoàn tất chuyển 11 nhà máy sản xuất thiết bị nghe nhìn vào Việt Nam, trong khi các đối tác chiến lược như Foxconn, Luxshare và Goertek cũng đồng loạt tăng vốn và mở rộng quy mô. Bên cạnh đó, chủ trương đẩy mạnh đào tạo nguồn nhân lực chất lượng cao, cùng với việc hoàn thiện đồng bộ cơ sở hạ tầng tại các vùng trung tâm kinh tế sẽ giúp Việt Nam trở thành điểm đến hàng đầu cho FDI toàn cầu trong những năm tới, qua đó đóng góp đáng kể vào kim ngạch xuất nhập khẩu.

Những yếu tố trên đóng góp không nhỏ vào tiềm năng tăng trưởng sản lượng khai thác cảng biển tại Việt Nam trong dài hạn. Bởi lẽ đó, Quy hoạch tổng thể phát triển hệ thống cảng biển giai đoạn 2021 – 2030 cho thấy Việt Nam hiện đang áp ụ các dự án phát triển hệ thống cảng biển mới, hiện đại, quy mô lớn nhằm đáp ứng yêu cầu phát triển kinh tế – xã hội và đủ sức cạnh tranh trong hoạt động cảng biển với các nước đi đầu trong khu vực và trên thế giới như Trung Quốc, Singapore, Malaysia,...

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY CỔ PHẦN GEMADEPT (HOSE: GMD)

Giới thiệu chung về doanh nghiệp

GMD là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực khai thác cảng và dịch vụ logistics, được thành lập vào năm 1990 – trực thuộc Liên hiệp Hàng hải Việt Nam với mức vốn điều lệ là 6.2 tỷ đồng và trở thành một trong ba doanh nghiệp đầu tiên được Chính phủ thí điểm cổ phần hóa. Đến năm 2002, GMD chính thức được niêm yết trên sàn HSX và là một trong những doanh nghiệp đầu tiên được niêm yết trên sàn chứng khoán tại Việt Nam.

GMD sở hữu và khai thác hệ thống cảng, hạ tầng logistics khép kín và trải dài từ Bắc vào Nam. Kể từ năm 2018 đến nay, GMD liên tục khai trương và mở rộng các cụm cảng mới như 03 giai đoạn cụm cảng Nam Đình Vũ và cảng nước sâu Gemalink. Ngoài ra, các thủ tục cũng đang được chuẩn bị để khởi công giai đoạn 2 cảng nước sâu Gemalink và dự kiến hai phân kỳ 2A và 2B sẽ lần lượt đi vào hoạt động trong năm 2026 và 2028, qua đó nâng cấp đáng kể năng lực khai thác cảng của GMD trong dài hạn.

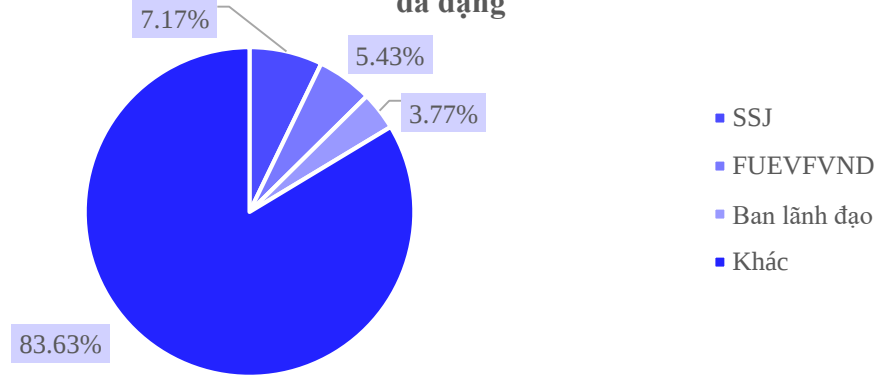
Cơ cấu cổ đông

GMD sở hữu cơ cấu cổ đông tương đối đa dạng. Tính tới cuối năm 2024, chỉ có 2 cổ đông lớn nắm giữ tổng cộng 12.6% tỷ lệ sở hữu của doanh nghiệp, trong khi 10,815 cổ đông nắm giữ dưới 5% số cổ phiếu có quyền biểu quyết với tỷ lệ sở hữu đạt 87.4%. GMD không có sở hữu nhà nước.

Tỷ lệ sở hữu trong nước và tỷ lệ sở hữu nước ngoài gần tương đương nhau (54.58% và 45.42%). Trong đó, tổ chức trong nước nắm giữ 15.74% và cá nhân trong nước nắm giữ 38.4%, phần sở hữu nước ngoài hầu hết được sở hữu bởi tổ chức nước ngoài.

Ngay cả sau quá trình mua vào thời gian qua, ban lãnh đạo GMD cũng chỉ nắm giữ 3.77% cổ phần, cổ đông lớn nhất là Công ty TNHH SSJ Consulting Việt Nam với tỷ lệ sở hữu là 7.17%.

Biểu đồ 12. Cơ cấu cổ đông của GMD tương đối đa dạng



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, CSI Research

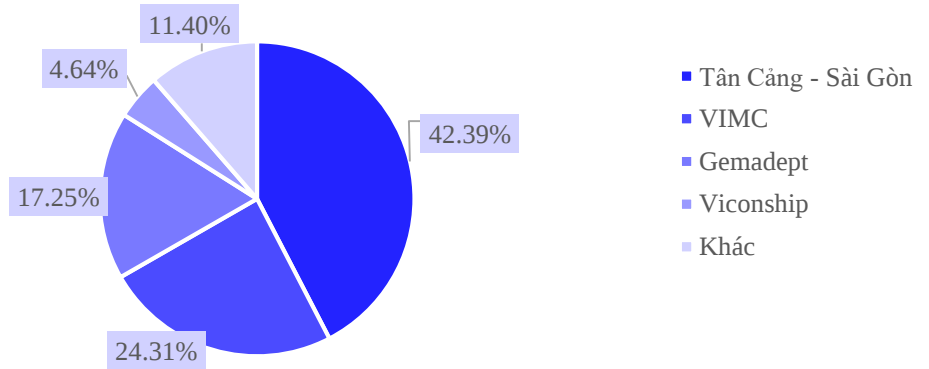
Hoạt động kinh doanh chính

Gemadept sở hữu chuỗi giá trị khép kín

Đa phần các doanh nghiệp chỉ hoạt động riêng biệt trong hoạt động khai thác cảng. Tuy nhiên, GMD khai thác thêm mảng dịch vụ logistics khép kín giúp gia tăng khả năng kết nối giữa cảng biển và các hình thức vận chuyển hàng hóa khác như đường bộ, đường hàng không, qua đó gia tăng lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp.

Hiện tại GMD đang kinh doanh trong hai lĩnh vực chính là khai thác cảng và dịch vụ logistics, với cơ cấu tỷ trọng doanh thu trong năm 2024 lần lượt là 86.7% và 13%. Đối với lĩnh vực khai thác cảng, GMD đứng thứ ba về thị phần khai thác cảng biển với sản lượng khai thác trong năm 2024 đạt 4.4 triệu TEUs, chiếm 17.25% tổng sản lượng toàn quốc, chỉ đứng sau Tân Cảng – Sài Gòn và VIMC. Trong đó cả hai đều là doanh nghiệp nhà nước với Tân Cảng – Sài Gòn thuộc Quân chủng Hải quân – Bộ Quốc Phòng và VIMC thuộc Bộ Giao thông Vận tải. Nhìn chung, không có nhiều thay đổi đáng kể về thứ tự thị phần và các hoạt động trong ngành với cơ chế giá trần – sàn được thiết lập để duy trì tính ổn định.

Biểu đồ 13. Gemadept đứng thứ 3 cả nước về thị phần khai thác cảng



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, CSI Research

Mảng lưới cảng biển nằm trên tuyến vận tải quan trọng

Hiện tại GMD sở hữu 06 cảng biển trải dài từ Bắc đến Nam bao gồm: cảng nước sâu Gemalink, cảng Nam Hải, cảng Nam Đình Vũ, cảng Nam Hải ICD và cảng Dung Quất. Trong đó, có 05 cảng xếp dỡ container và 01 cảng xếp dỡ hàng rời, các cảng có vị trí tại trung tâm logistics trải dài trên ba miền của Việt Nam như Hải Phòng, Dung Quất (Quảng Ngãi) và Cái Mép – Thị Vải (Bà Rịa – Vũng Tàu).

Hình 2. Mạng lưới cảng và hệ thống logistics của GMD của GMD



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp

- Cụm cảng miền Bắc, vị trí chiến lược vùng kinh tế Đồng bằng Sông Hồng

Với vị trí thuận lợi khi nằm ở cửa sông Cẩm, hiệu suất vận hành của GMD luôn được gia tăng trong thời gian gần đây, đạt 122% trong năm 2024, cao hơn so với VSC và DVP.

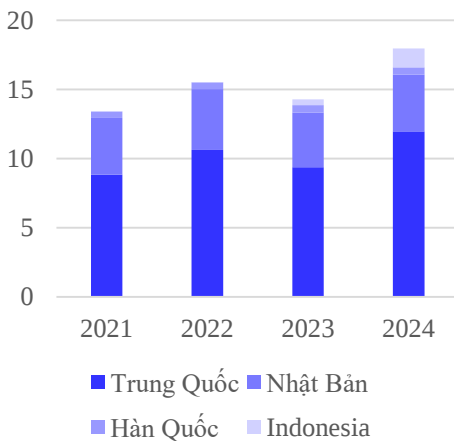
Tuy nhiên, áp lực cạnh tranh lớn nhất hiện tại tới từ cụm cảng nước sâu Lạch Huyện do được đầu tư mới và có khả năng tiếp nhận các tàu có trọng tải lên tới 160,000 DWT, gấp hơn ba lần trọng tải tối đa mà cảng Nam Đình Vũ có thể đón. Do đó, xu hướng dịch chuyển hàng hóa từ cụm cảng sông Cẩm sang cụm cảng Lạch Huyện là hiện hữu khi sản lượng hàng hóa tại cụm sông Cẩm chỉ đạt tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 2019 – 2024 là 1%, hoàn toàn lép vế so với mức tăng 25% của cụm cảng Lạch Huyện.

- Cụm cảng miền Trung, khác biệt về hàng hóa khai thác giúp giảm áp lực cạnh tranh

GMD sở hữu cảng Dung Quất với công suất 2 triệu tấn/năm, đặt tại Quảng Ngãi với vị trí gần với khu liên hợp gang thép Hòa Phát Dung Quất. Hiện tại cảng cạnh tranh duy nhất với cảng Dung Quất là cảng PTSC Quảng Ngãi, tuy nhiên áp lực cạnh tranh là không đáng kể do loại hàng hóa khai thác khác nhau. Cảng Dung Quất chủ yếu bốc dỡ mặt hàng dăm gỗ, còn cảng PTSC Quảng Ngãi chủ yếu bốc dỡ mặt hàng dầu khí.

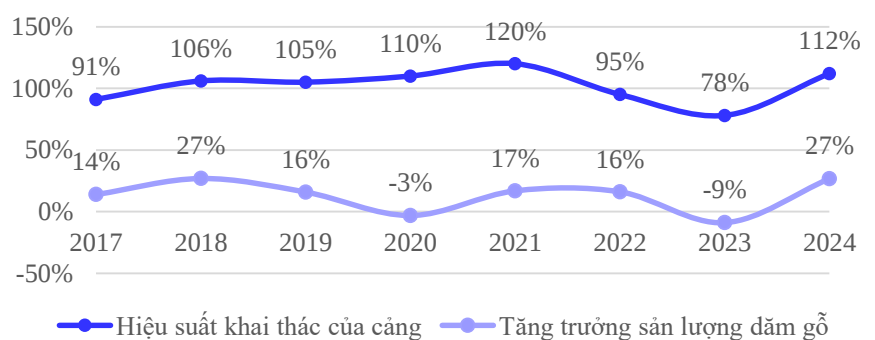
Phần lớn sản lượng của sản phẩm từ gỗ được vận chuyển bằng đường thủy do đó, hiệu suất khai thác của cảng Dung Quất phụ thuộc phần lớn vào sản lượng dăm gỗ xuất nhập khẩu. Nhìn chung, tốc độ tăng trưởng dăm gỗ xuất khẩu tương đối tích cực trong những năm trở lại đây, từ 14 – 27%, chỉ duy nhất năm 2020 và 2023 chịu mức giảm nhẹ.

Biểu đồ 14. Sản lượng gỗ dăm xuất khẩu sang các thị trường (triệu tấn)



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CSI Research

Biểu đồ 15. Hiệu suất khai thác cảng tương quan với tăng trưởng sản lượng dăm gỗ XK



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CSI Research

- Cụm cảng miền Nam, mạng lưới cảng liên kết chặt chẽ

GMD hiện sở hữu 3 cảng tại khu vực miền Nam là cảng Bình Dương (0.5 triệu TEUs), Phước Long ICD (0.3 triệu TEUs) và cảng Gemalink (1.5 triệu TEUs). Trong đó chỉ có cảng Bình Dương và cảng Phước Long ICD

được hợp nhất doanh thu cho GMD, còn cảng Gemalink ghi nhận đóng góp lợi nhuận từ công ty liên kết.

Đa số hàng hóa từ khu vực cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải chủ yếu vận chuyển bằng đường thủy vì tuyến đường bộ duy nhất kết nối khu vực này là QL51 thường xảy ra tình trạng ùn tắc kéo dài.

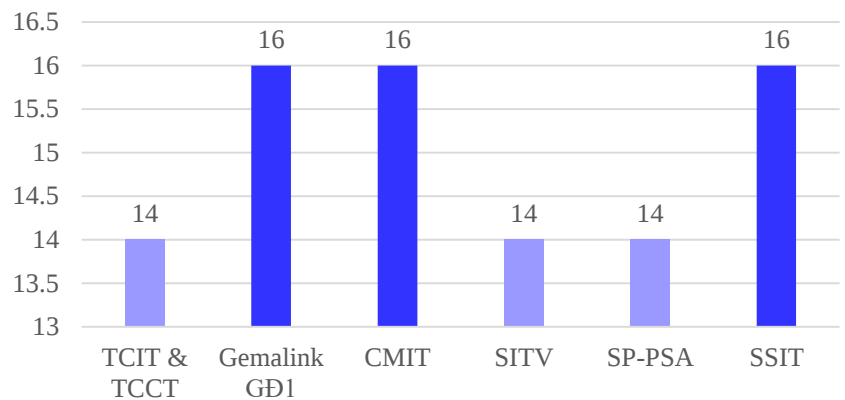
Cảng Gemalink có vị trí thuận lợi là cảng nước sâu, nằm ngay điểm đón đầu các tàu lớn có khả năng tiếp nhận tàu trọng tải lên tới 250,000 DWT và là 1 trong 19 cảng nước sâu trên thế giới có khả năng tiếp nhận tàu trọng tải lớn nhất thế giới hiện nay. Bên cạnh đó, nhờ vị trí chiến lược, Gemalink còn được góp vốn bởi tập đoàn CMA CGM (xếp thứ 3 về thị phần vận tải biển toàn cầu) thông qua công ty con là Terminal Link. Những yếu tố trên giúp Gemalink luôn có một lượng hàng ổn định từ đội tàu của CMA CGM.

Hình 3. Cảng Gemalink tại cụm cảng Cái Mép – Thị Vải



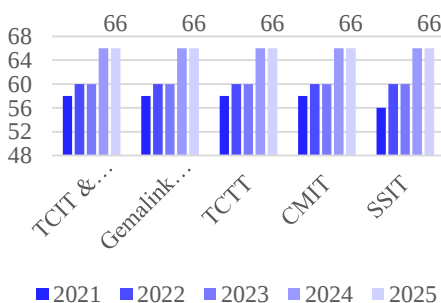
Nguồn: CSI Research tổng hợp

Biểu đồ 16. Độ sâu bến cảng tại khu vực Cái Mép - Thị Vải (m)



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, CSI Research

Biểu đồ 17. Giá bốc dỡ hàng hóa tại các cảng khu vực Cái Mép - Thị Vải (USD/TEU)

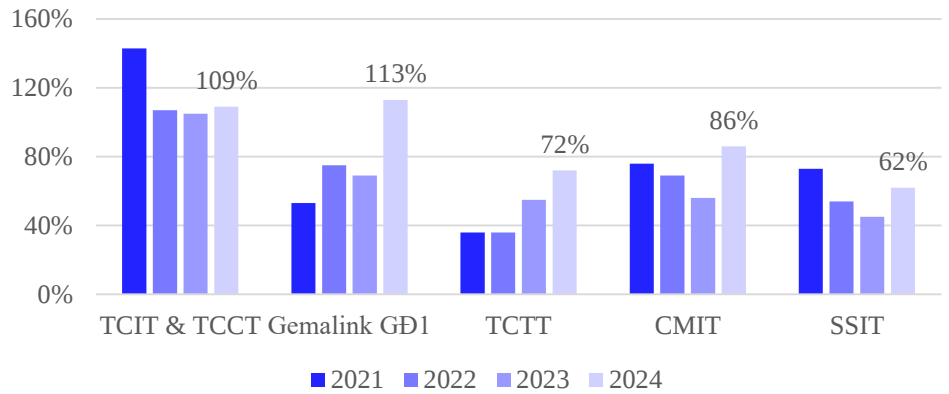


Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, CSI Research

Hiệu suất trong năm 2024 của cụm cảng Cái Mép – Thị Vải có sự cải thiện đáng kể nhờ tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu và xu hướng chuyển dịch hàng hóa từ Singapore sang Việt Nam. Đối với cảng Gemalink, công suất năm 2024 đạt mức 113%, cao hơn đáng kể so với các cảng biển lân cận. Mặc dù các hãng tàu trên thế giới đang có xu hướng gia tăng tải trọng tàu giúp hạn chế số lần trung chuyển giữa các cảng, chúng tôi cho rằng vị trí địa lý thuận lợi, năng lực khai thác được nâng cao và sự dịch chuyển chuỗi cung ứng toàn cầu sẽ giúp cảng biển tại Việt Nam có nhiều dư địa phát triển, đặc biệt là cụm cảng ở khu vực phía Nam nước ta.

Khác với cụm cảng miền Bắc của GMD (cảng Nam Đình Vũ), giá bốc dỡ hàng hóa tại cảng Gemalink được hưởng lợi từ Thông tư 39/2023/TT – Bộ GTVT, giá bốc dỡ được tăng từ mức 60USD lên 66USD/TEU, điều này giúp gia tăng một phần biên lợi nhuận gộp của GMD.

**Biểu đồ 18. Hiệu suất vận hành các cảng tại khu vực
Cái Mép - Thị Vải**



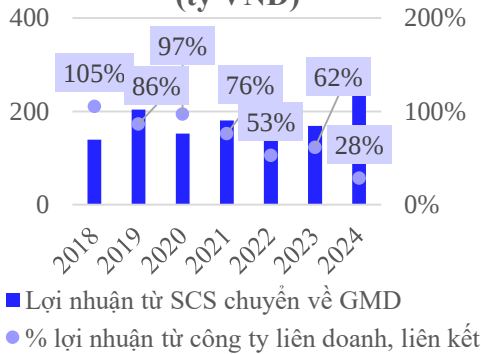
Nguồn: Hiệp hội Cảng biển Việt Nam, CSI Research

Mạng lưới dịch vụ logistics liên kết chặt chẽ

Hiện tại GMD đang vận hành 06 mạng logistics chính thông qua các công ty con và công ty liên kết trải dài từ Bắc đến Nam nhằm kết nối với các cảng biển của doanh nghiệp.

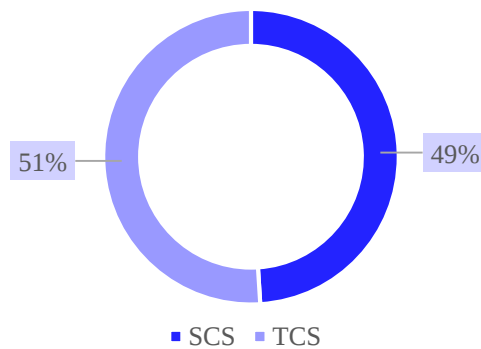
GMD hiện sở hữu 36.42% CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (HSX: SCS) hoạt động trong lĩnh vực phục vụ, lưu kho và xử lý hàng hóa tại sân bay Tân Sơn Nhất. Hiện chỉ có 2 doanh nghiệp đang khai thác tại cảng Hàng không này là SCS (49% thị phần) và CTCP Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất – TSC (51% thị phần). Cho tới năm 2023, SCS là công ty liên doanh, liên kết mang lại nhiều lợi nhuận nhất trước khi bị thế chỗ bởi Gemalink.

**Biểu đồ 19. Lợi nhuận từ
SCS chuyển về GMD
(tỷ VND)**



Nguồn: GMD, CSI Research

**Biểu đồ 20. Thị phần khai thác hàng hóa tại sân bay
Tân Sơn Nhất**



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, CSI Research

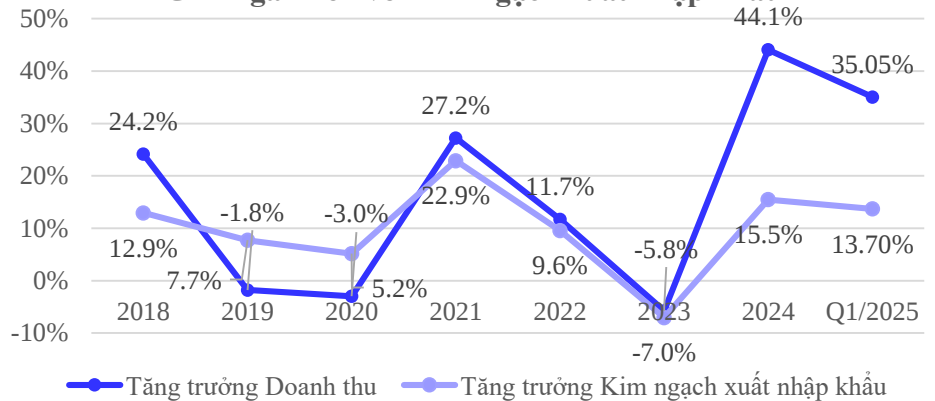
TÌNH HÌNH KINH DOANH VÀ TÀI CHÍNH CỦA GMD

Tình hình kinh doanh của GMD

Doanh thu biến động tương quan với kim ngạch xuất nhập khẩu

Doanh thu hợp nhất của GMD tương quan mạnh với kim ngạch xuất nhập khẩu do được cấu phần từ hoạt động khai thác cảng và lượng hàng hóa xuất nhập khẩu chủ yếu được vận chuyển bằng đường biển.

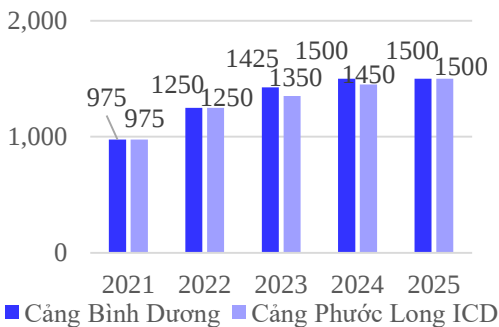
Biểu đồ 21. Tăng trưởng doanh thu khai thác cảng của GMD gắn liền với kim ngạch xuất nhập khẩu



Nguồn: Tổng cục Hải quan,, CSI Research

Sản lượng khai thác hàng hóa đóng góp vào tăng trưởng doanh thu hợp nhất

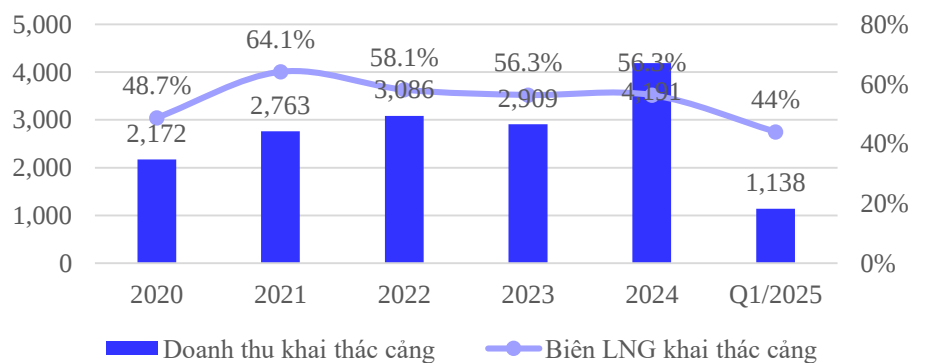
Biểu đồ 22. Giá bốc dỡ hàng hóa bình quân tại các cảng cạn của GMD (nghìn VND/container)



Nguồn: GMD, CSI Research

Trong năm 2024, sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển của GMD tăng 47% so với cùng kỳ do kim ngạch xuất nhập khẩu tăng 15% và hiện tượng chuyển dịch hàng hóa từ cảng Singapore sang Việt Nam. Đà tăng được kéo dài sang Q1/2025 giúp doanh thu mảng khai thác cảng của GMD đạt 1,138 tỷ đồng, tương ứng mức tăng 35% so với cùng kỳ. Ngoài ra, kết quả kinh doanh cũng ghi nhận sự cải thiện do cảng Phước Long ICD tăng giá bốc dỡ hàng hóa trong năm 2025.

Biểu đồ 23. Doanh thu khai thác cảng (tỷ VND) và biên lợi nhuận gộp khai thác cảng

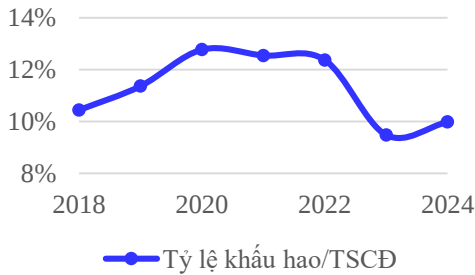


Nguồn: GMD, CSI Research

Chi phí quản lý doanh nghiệp chủ yếu đến từ khấu hao, nhân công và thuê ngoài

Nhìn chung đối với các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực khai thác cảng biển, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) chủ yếu đến từ chi phí nhân công, khấu hao tài sản cố định và chi phí dịch vụ mua ngoài.

Biểu đồ 24. Tỷ lệ khấu hao/TSCĐ giảm kể từ thời điểm thoái vốn cảng Nam Hải

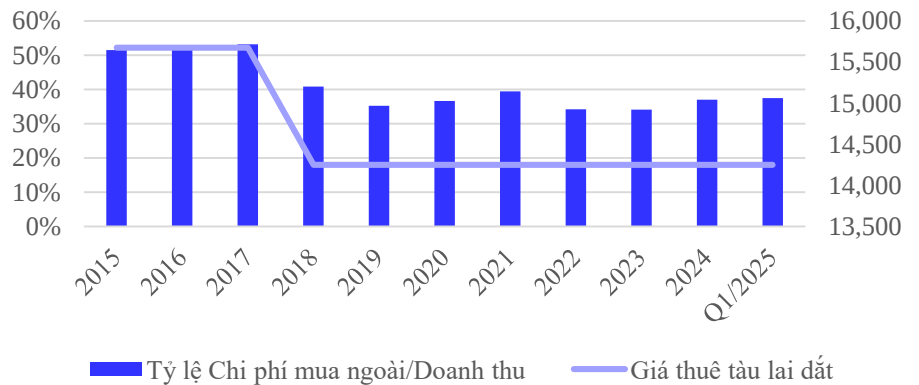


Nguồn: GMD, CSI Research

Chi phí nhân công trong năm 2024 đạt 658 tỷ đồng, tăng 29.1% so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, chi phí dịch vụ mua ngoài của GMD đa phần đến từ chi phí thuê tàu lai dắt, đạt 1,789 tỷ đồng trong năm 2024, tăng 36.1% so với cùng kỳ.

Nhờ Thông tư 54/2018/TT – Bộ GTVT thực hiện giảm phí dịch vụ cảng biển cho tàu vận tải nội địa và tàu lai dắt, phục vụ đã giúp chi phí mua ngoài của GMD giảm từ mức hơn 50% tỷ trọng SG&A xuống còn khoảng 35% trong giai đoạn 2018 – 2024. Bên cạnh đó, tỷ lệ khấu hao của GMD giảm về mức 10% sau thời điểm thoái vốn cảng Nam Hải.

Biểu đồ 25. Tỷ lệ chi phí mua ngoài/Doanh thu giảm kể từ khi có Thông tư 54/2018/TT-BGTVT (Đ/GT/h)



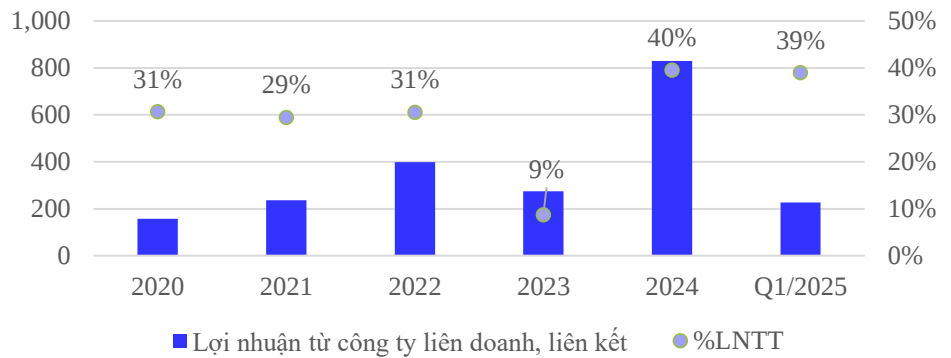
Nguồn: Bộ Giao thông Vận tải, CSI Research

Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết bùng nổ trong năm 2024

Lợi nhuận từ công ty liên kết trong năm 2024 đạt 829 tỷ đồng, cao gấp hơn 3 lần so với cùng kỳ, mức tăng được đóng góp chủ yếu từ CTCP Cảng Cái Mép Gemadept – Terminal Link (đơn vị sở hữu cảng Gemalink) khi ghi nhận mức lợi nhuận 549 tỷ đồng.

Bên cạnh đó, không thể không nhắc đến CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS) với mức lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) đạt 38.8% và lợi nhuận đóng góp cho GMD đạt 236 tỷ đồng trong năm 2024. Không ngoại trừ khả năng khi sân bay Long Thành đi vào hoạt động trong tương lai, SCS cũng sẽ có miếng bánh thị phần trong lĩnh vực khai thác hàng hóa hàng không vốn có rào cản gia nhập ngành rất lớn, qua đó đóng góp đáng kể vào tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của GMD giai đoạn tới.

Biểu đồ 26. Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết đóng góp đáng kể cho HĐKD của GMD (tỷ VND)

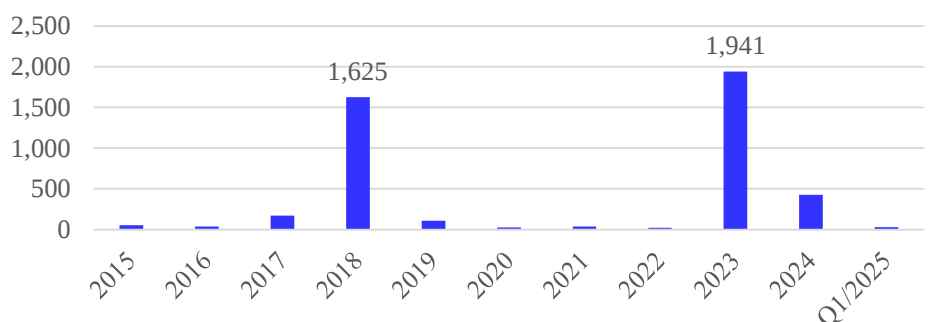


Nguồn: GMD, CSI Research

Doanh thu tài chính không xuất hiện đột biến và chi phí tài chính tiếp tục xu hướng ổn định trong năm 2025

Trong quá khứ, doanh thu tài chính của GMD có dấu hiệu bùng nổ trong hai giai đoạn 2018 và 2023 – 2024. Đối với giai đoạn năm 2018, doanh thu tài chính của GMD tăng đột biến do thực hiện thoái vốn lại mảng dịch vụ logistics cho tập đoàn CJ nhằm dồn nguồn lực tập trung vào lĩnh vực khai thác cảng. Giai đoạn 2023 – 2024 là thời điểm GMD thực hiện thoái vốn dứt khoát 2 cảng tại khu vực miền Bắc bao gồm: cảng Nam Hải Đình Vũ (thoái năm 2023 – cho VSC) và cảng Nam Hải (thoái năm 2024 – cho VietSun).

Biểu đồ 27. Doanh thu hoạt động tài chính đột biến trong năm 2018 và 2023 khi thoái vốn tại các mảng kinh doanh



Nguồn: GMD, CSI Research

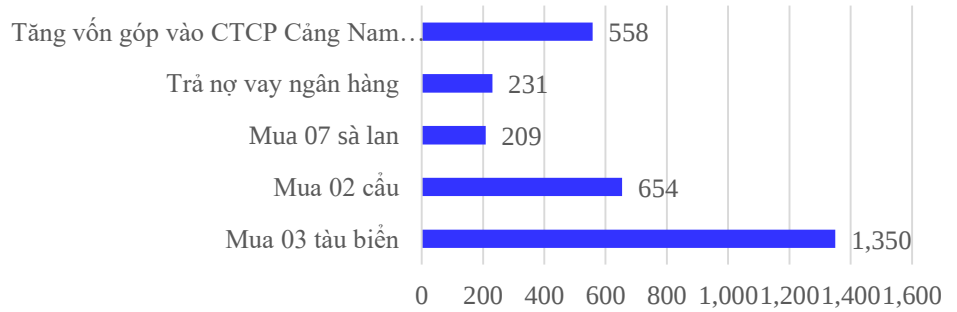
Tình hình tài chính của GMD

Tỷ lệ D/E bước vào xu hướng giảm kể từ năm 2018

Vay nợ của GMD phần lớn là vay nợ dài hạn, gấp hơn 4 lần so với vay nợ ngắn hạn tại thời điểm cuối năm 2024. Nhờ duy trì tổng vay nợ ở mức ổn định, tỷ lệ D/E của doanh nghiệp bước vào xu hướng giảm kể từ năm 2018 và mức giảm mạnh được ghi nhận trong hai năm gần nhất do vốn chủ sở hữu tăng trưởng mạnh nhờ khoản lãi đột biến từ hoạt động tài chính trong

năm 2023 và hoạt động kinh doanh đáng ghi nhận của cảng Gemalink trong năm 2024. Bên cạnh đó, GMD đã thực hiện phát hành thành công cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và thu về 3,014 tỷ đồng. Trong đó, GMD dự kiến chi 1,779 tỷ đồng để đầu tư mua sắm tài sản cố định, phần còn lại là gia tăng góp vốn vào các cảng, công ty con và trả nợ vay ngân hàng.

Biểu đồ 28. Kế hoạch sử dụng vốn đợt chào bán cổ phiếu ra công chúng (tỷ đồng)



Nguồn: GMD, CSI Research

Nguồn vốn đủ để đáp ứng nhu cầu đầu tư các cảng biển mới

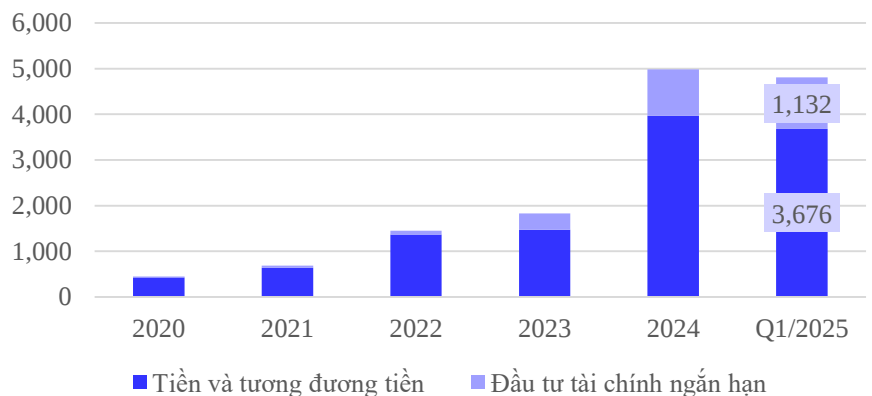
Tại thời điểm cuối năm 2024, tổng mức tiền và tương đương tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn của GMD ở mức 5,000 tỷ đồng, tăng gần 3 lần so với năm 2023 và là nguồn vốn cần thiết để doanh nghiệp thực hiện đầu tư vào các dự án mới trong tương lai bao gồm cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 (tổng mức đầu tư 2,800 tỷ đồng, dự kiến đi vào hoạt động cuối năm 2025) và cảng nước sâu Gemalink giai đoạn 2 (được chia làm 2 phân kỳ 2A và 2B, tổng mức đầu tư của giai đoạn 2A là 3,800 tỷ đồng, giai đoạn 2B là 5,100 tỷ đồng, dự kiến đi vào hoạt động lần lượt quý III/2026 và quý III/2028).

Hình 4. Cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 vào đầu tháng 06/2025



Nguồn: CSI Research tổng hợp

Biểu đồ 29. Nguồn vốn của GMD đủ khả năng đáp ứng nhu cầu mở rộng cảng (tỷ VND)



Nguồn: GMD, CSI Research

Trong quý I/2025, doanh nghiệp đã ghi nhận phát sinh chi phí xây dựng cơ bản dở dang của dự án cảng Nam Đình Vũ đạt 264 tỷ đồng. Cảng Nam Đình Vũ là một trong những cảng đạt tiêu chuẩn cảng xanh, sở hữu hệ thống cơ sở hạ tầng đồng bộ, góp phần tích cực thúc đẩy cơ hội tăng trưởng

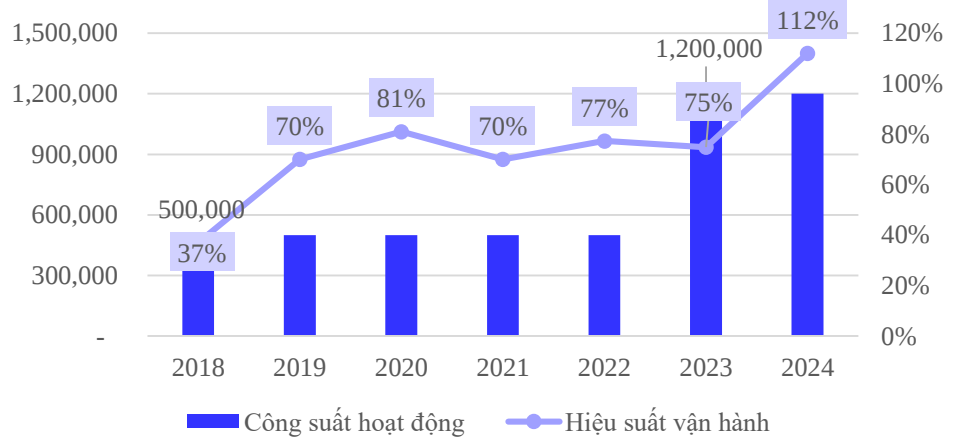
sản lượng khai thác cho cụm cảng Nam Đình Vũ của GMD. Với tiến độ thi công khẩn trương, việc đưa dự án đi vào vận hành khai thác trong tháng 12/2025 là hoàn toàn khả thi.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Dự án cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 và cảng Gemalink giai đoạn 2 là tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn của GMD

Dự án cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 đang được tiến hành thi công với tổng vốn đầu tư ban đầu 2,500 tỷ đồng, dự kiến đi vào vận hành trong tháng 12/2025, kỳ vọng lấp đầy trên 70% công suất sau 2 năm. Sau khi hoàn thành, tổng công suất cụm cảng Nam Đình Vũ sẽ lên đến 2 triệu TEUs, tăng 67% so với công suất hiện tại.

Biểu đồ 30. Hiệu suất vận hành cảng Nam Đình Vũ trong năm 2024 bứt phá mạnh mẽ (TEUs/năm)



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, CSI Research

Ngoài ra, cảng Gemalink hiện đang hoạt động vượt công suất, đạt 113% trong năm 2024 với mức tăng trưởng đáng kể sản lượng khai thác. Giai đoạn 2 của cảng Gemalink được chia làm hai giai đoạn 2A và 2B, sau khi hoàn thành sẽ nâng tổng công suất khai thác lên 3 triệu TEUs, tăng gấp 2 lần so với thời điểm hiện tại.

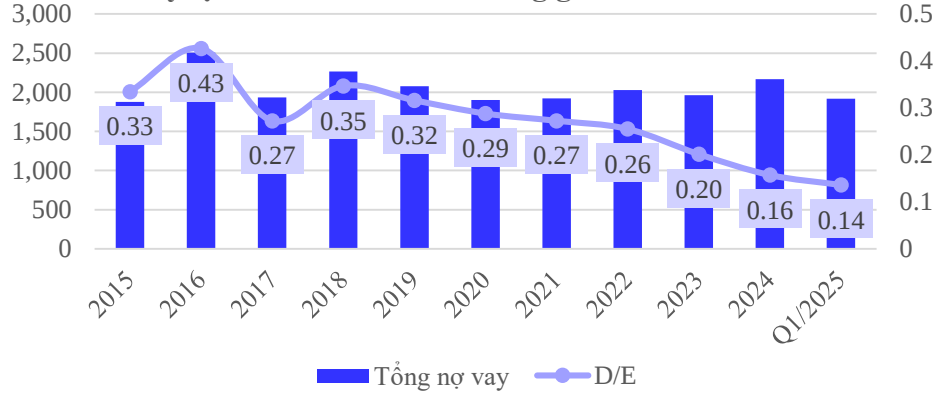
GMD cũng đang thực hiện hoàn tất các thủ tục để nâng chiều dài bến tàu lên mức 1.5km, dài hơn thiết kế đã được phê duyệt trước đây nhằm đón được tàu có trọng tải lên tới 250,000 DWT, cỡ tàu container lớn nhất hiện nay và tạo lợi thế cạnh tranh trong khu vực.

Cơ cấu tài chính ổn định và nguồn vốn dư dả cho hoạt động đầu tư mở rộng, nâng cao công suất khai thác

Tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn của GMD tại thời điểm kết thúc quý I/2025 đạt 4,808 tỷ đồng, duy trì ở mức kỷ lục sau khi thực hiện thoái vốn các mảng hoạt động kém hiệu quả và hoàn thành kế hoạch phát hành cho cổ đông hiện hữu.

Bên cạnh đó, tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu chỉ đạt 0.14x cho thấy cơ cấu tài chính tương đối lành mạnh của GMD, đồng thời doanh nghiệp hoàn toàn có dư địa gia tăng nợ vay trong tương lai nếu có nhu cầu bổ sung nguồn vốn đầu tư các dự án mới.

Biểu đồ 31. Nợ vay giữ quanh mốc 2,000 tỷ đồng trong khi tỷ lệ D/E bước vào xu hướng giảm kể từ năm 2018

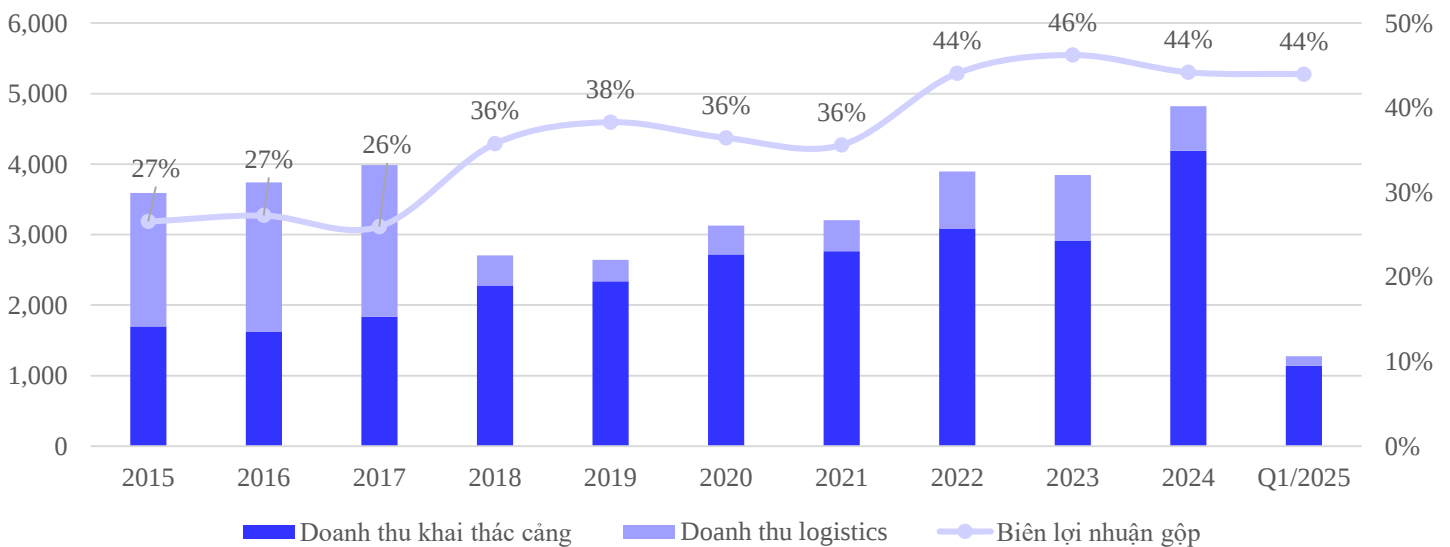


Nguồn: GMD, CSI Research

Biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh mẽ kể từ thời điểm thoái vốn

Trước năm 2018, doanh thu chủ yếu của GMD đến từ mảng dịch vụ Logistics, chiếm tỷ trọng từ 54 – 70% doanh thu trong khi biên lợi nhuận gộp của mảng này chỉ giao động quanh mức 9 – 16%. Cho tới năm 2018, GMD đã thực hiện thoái vốn phần lớn mảng logistics cho tập đoàn CJ Hàn Quốc và tập trung đẩy mạnh hoạt động khai thác cảng. Việc thoái vốn mảng dịch vụ logistics giúp biên lợi nhuận gộp của GMD tăng khoảng 20 – 30 điểm phần trăm so với giai đoạn trước.

Biểu đồ 32. Doanh thu đã quay trở lại mức đỉnh 2017 và lợi nhuận gộp cải thiện hậu tái cấu trúc (tỷ VND)



Nguồn: GMD, CSI Research

RỦI RO GIẢM GIÁ

Cảng Gemalink nhiều khả năng sẽ gặp áp lực cạnh tranh trong tương lai do (1) cảng CMIT (Cảng Quốc tế Cái Mép) và TCTT (Cảng Tân Cảng – Cái Mép Thị Vải) dự kiến mở cổng kết nối giữa hai cảng nhằm gia tăng hiệu suất vận hành và (2) dự án siêu cảng Cần Giờ được triển khai trong tương lai. Những yếu tố trên cảng gây áp lực cho việc duy trì hiệu suất tại cảng Gemalink sau khi giai đoạn 2A và 2B đi vào triển khai. Bên cạnh đó, việc giá bốc dỡ không có sự chênh lệch giữa các cảng biển tại cụm Cái Mép – Thị Vải cũng là một yếu tố khiến mức độ cạnh tranh mạnh hơn.

Bên cạnh đó, mức thuế đối ứng được Mỹ công bố sẽ tác động không nhỏ tới kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam. Trường hợp Việt Nam chịu mức thuế cao hơn so với các quốc gia cùng khu vực, không ngoại trừ khả năng sản lượng khai thác cảng có thể kém hơn so với kỳ vọng.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi lựa chọn phương pháp định giá FCFF để hạn chế ảnh hưởng của biến động trong cơ cấu tài chính của doanh nghiệp trong giai đoạn GMD sở hữu nhiều dự án đầu tư mở mới công suất khai thác cảng.

Chúng tôi đưa ra một số giả định chính để ước tính giá trị cổ phiếu của Công ty Cổ phần Gemadept (GMD) như sau:

- (1) Sản lượng khai thác cảng năm 2025 và 2026 tăng trưởng lần lượt 10.6% và 11.7% so với cùng kỳ, với sự đóng góp tới từ dự án cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 đi vào hoạt động cuối năm 2025.
- (2) Biên lợi nhuận gộp trong năm 2025 và 2026 đi ngang do không có yếu tố biến động trong giá dịch vụ xếp/dỡ hàng hóa.
- (3) Lãi từ công ty liên doanh, liên kết tăng trưởng tích cực nhờ sự ổn định tới từ SCS cùng hoạt động kinh doanh tích cực của Gemalink.
- (4) Nợ vay bước vào xu hướng tăng do nhu cầu vốn đầu tư các dự án mở rộng công suất khai thác cảng.

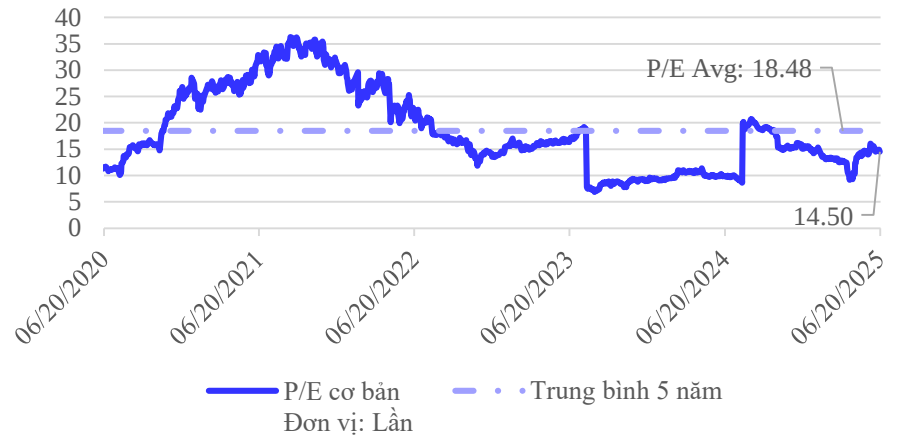
Bảng 1. Định giá FCFF

Giá trị doanh nghiệp	25,565,269,673,101
Tiền & đầu tư tài chính ngắn hạn	5,312,765,777,500
Vay nợ	2,448,063,747,206
Giá trị vốn chủ sở hữu	28,429,971,703,395
Số cổ phiếu	420,192,309
Giá cổ phiếu	67,659

Hiện tại, cổ phiếu GMD đang được định giá P/E ở mức 14.62 lần, đây là mức định giá tương đối rẻ so với quá khứ, tiệm cận vùng đáy 12 – 14 lần

giai đoạn lần của giai đoạn biến động thị trường chứng khoán trong năm 2022 và thấp hơn 21.5% so với mức P/E trung bình 5 năm.

Biểu đồ 33. Định giá P/E của GMD giai đoạn 05 năm



Nguồn: FiinPro, CSI Research

PHỤ LỤC

Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023	2024	Q1/25
1. Hiệu quả hoạt động						
Hệ số vòng quay tài sản	0.26	0.31	0.33	0.29	0.31	0.31
Hệ số vòng quay vốn CSH	0.40	0.47	0.52	0.44	0.41	0.41
Hệ số vòng quay khoản phải thu khách hàng	7.35	8.23	7.97	6.83	8.17	8.13
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	49.65	44.32	45.81	53.46	44.69	44.88
Hệ số vòng quay HTK	20.87	28.30	28.83	27.44	35.58	38.70
Thời gian trung bình xử lý HTK	17.49	12.90	12.66	13.30	10.26	9.43
Hệ số vòng quay khoản phải trả nhà cung cấp	4.24	5.59	3.58	3.05	5.37	5.19
Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	86.03	65.28	102.05	119.71	67.99	70.27
2. Sức khỏe tài chính						
Tỷ lệ nợ vay ngắn hạn trên tổng tài sản	0.08	0.08	0.04	0.03	0.02	0.02
Tỷ lệ nợ vay ngắn hạn trên VCSH	0.12	0.12	0.07	0.05	0.03	0.02
Tỷ lệ nợ vay dài hạn trên tổng tài sản	0.12	0.10	0.11	0.11	0.10	0.09
Tỷ lệ nợ vay dài hạn trên VCSH	0.17	0.15	0.19	0.16	0.13	0.11
Tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản	0.19	0.18	0.16	0.14	0.12	0.11
Tỷ lệ nợ vay trên VCSH	0.29	0.27	0.26	0.20	0.16	0.14
Tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản	0.33	0.34	0.39	0.28	0.23	0.22
Tỷ lệ nợ phải trả trên VCSH	0.49	0.52	0.64	0.39	0.31	0.28
Tỷ lệ đòn bẩy	1.49	1.52	1.64	1.39	1.31	1.28
EBIT/ Lãi vay	3.21	5.81	8.04	8.27	9.42	10.47
3. Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lợi nhuận gộp	36.44%	35.61%	44.07%	46.23%	44.19%	44.21%
Tỷ suất EBITDA	33.72%	33.45%	37.06%	39.34%	35.57%	34.69%
Tỷ suất EBIT	18.07%	21.61%	26.97%	29.03%	27.18%	26.88%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	19.67%	25.14%	33.57%	81.84%	43.43%	38.67%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	16.90%	22.47%	29.79%	65.89%	39.81%	35.18%
Tỷ suất lợi nhuận gộp trên Tổng tài sản	9.52%	11.10%	14.46%	13.38%	13.54%	13.84%
Tỷ suất EBITDA trên Tổng tài sản	8.81%	10.43%	12.16%	11.39%	10.90%	10.86%
Tỷ suất EBIT trên Tổng tài sản	4.72%	6.74%	8.85%	8.40%	8.33%	8.42%
Tỷ suất EBT trên Tổng tài sản	6.61%	9.00%	12.11%	24.70%	14.19%	12.91%
ROA	3.72%	5.95%	8.37%	16.94%	9.23%	7.97%
ROE	6.30%	10.02%	15.01%	29.03%	13.89%	11.91%
ROIC	4.90%	7.55%	11.02%	9.54%	10.85%	10.71%
Tỷ suất thuế TNDN thực tế	14.06%	10.62%	11.25%	19.49%	8.34%	9.04%
4. Chỉ số tăng trưởng						
Tăng trưởng doanh thu thuần YoY	-1.41%	23.05%	21.58%	-1.34%	25.64%	29.22%
Tăng trưởng lãi gộp	-6.24%	20.24%	50.47%	3.49%	20.10%	26.00%
Tăng trưởng EBITDA YoY	-3.47%	22.06%	34.71%	4.73%	13.62%	18.16%
Tăng trưởng EBIT YoY	-13.49%	47.18%	51.75%	6.19%	17.64%	23.91%
Tăng trưởng LN trước thuế	-27.26%	57.29%	62.30%	140.55%	-33.32%	-44.30%
Tăng trưởng phải thu YoY	-6.79%	27.70%	24.06%	7.91%	2.37%	-1.61%
Tăng trưởng Hàng tồn kho	-5.32%	-10.96%	20.11%	-17.40%	22.37%	16.71%
Tăng trưởng Vay ngắn hạn	17.03%	12.79%	-36.85%	-18.04%	-5.24%	-34.60%
Tăng trưởng Vay dài hạn	-20.19%	-6.72%	40.04%	2.17%	14.95%	-0.27%
Tăng trưởng chi phí SGA YoY	2.18%	-6.24%	48.49%	-0.77%	24.27%	29.38%

Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023	2024	Q1/25
Tăng trưởng tài sản YoY	-2.82%	9.12%	21.43%	3.96%	32.86%	26.16%
Tăng trưởng VCSH YoY	1.50%	0.00%	0.00%	1.50%	35.33%	37.36%
Tăng trưởng CFO YoY	-38.02%	47.22%	138.31%	-100.12%	53,293.49%	4,141.82%
5. Chỉ số định giá						
Vốn hóa (Tỷ VND)	12,401.70	14,390.80	20,945.77	19,546.92	22,686.25	23,320.67
Giá trị doanh nghiệp (Tỷ VND)	13,874.65	16,400.82	22,632.70	21,190.88	22,279.35	22,991.41
BVPS	19,581.72	20,966.90	22,981.28	28,050.10	29,909.20	30,163.19
Doanh số/ Cổ phiếu	8,645.84	10,638.77	12,934.73	12,572.23	11,672.05	14,915.96
EPS cơ bản	1,157.71	1,911.73	3,297.90	7,357.27	3,515.80	3,796.74
EPS pha loãng	1,230.79	1,911.73	3,297.90	7,357.27	3,515.80	3,796.74
Dòng tiền tự do/ Cổ phiếu	1,556.10	-1,661.66	-7,096.06	5,577.30	-1,860.14	-1,847.27
P/B	2.10	2.28	3.02	2.28	1.83	1.84
P/E cơ bản	35.54	24.98	21.07	8.69	15.59	14.62
P/E pha loãng	33.43	24.98	21.07	8.69	15.59	14.62
P/S	4.76	4.49	5.37	5.08	4.69	3.72
Giá trị doanh nghiệp/ Doanh thu	5.32	5.12	5.81	5.51	4.61	4.51
Giá trị doanh nghiệp/ EBITDA	15.79	15.29	15.67	14.01	12.96	12.99
Giá trị doanh nghiệp/ EBIT	29.47	23.67	21.53	18.98	16.96	16.76
Tỷ suất cổ tức	2.92%	2.51%	2.88%	3.44%	0.00%	0.00%

Nguồn: FiinPro, CSI Research



024 3926 0099



0886998288



online@vncsi.com.vn



Hà Nội: Tầng 11, toà TNR Tower, 54A Nguyễn Chí Thanh, Phường Láng Thượng, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội



HCM: Tầng 20, Tòa nhà TNR, 180 – 192 Nguyễn Công Trứ, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh

LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI:

Email: csi.research@vncsi.com - Tel: (+84) 24 3926 0099 (109)

Thực hiện: Trung tâm nghiên cứu CSI

Email: tungla@vncsi.com.vn

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI

Bộ phận Phân tích Ngành và Doanh nghiệp

Lê Anh Tùng

Chuyên viên phân tích

Email: tungla@vncsi.com.vn

Bộ phận Phân tích Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Chứng khoán

Lưu Chí Kháng

Trưởng phòng Phân tích

Email: khanglec@vncsi.com.vn

Lê Đỗ Tuấn Minh

Chuyên viên phân tích

Email: minhltdt@vncsi.com.vn

Phạm Thị Mai Anh

Trợ lý TTNC

Email: anhptm@vncsi.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI) được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá.

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại) / giá hiện tại
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến -20%
BÁN	$\leq -20\%$

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI), những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CSI không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng.

Các nhận định trong bản báo cáo này dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo, các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. CSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hoặc sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ thông tin hoặc ý kiến của báo cáo này. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CSI.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN KIẾN THIẾT VIỆT NAM

Trụ sở: Tầng 11, ROX Tower, 54A Nguyễn Chí Thanh, Phường Láng Thượng, Quận Đống Đa, Hà Nội

Chi nhánh: Tầng 20, Tòa nhà TNR, 180 - 192 Nguyễn Công Trứ, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP. HCM

ĐT: + 84 24 3926 0099 | **Website:** <https://www.vncsi.com.vn>



024 3926 0099



0886998288



online@vncsi.com.vn



Hà Nội: Tầng 11, toà TNR Tower, 54A Nguyễn Chí Thanh, Phường Láng Thượng, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội



HCM: Tầng 20, Tòa nhà TNR, 180 - 192 Nguyễn Công Trứ, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh