

Báo cáo cổ phiếu: GMD

Gemalink kéo lợi nhuận, Nam Đình Vũ chưa lấp đầy công suất mới; giá đã phản ánh phần lớn tăng trưởng 2026

CTCP Tập đoàn Gemadept (HOSE: GMD) · khai thác cảng và logistics · BCTC hợp nhất đến Q2/2026 (soát xét 6T), sản lượng IR đến 6T/2026, dự báo Q3, Q4 và năm 2026 · dữ liệu chốt 06/10/2026 · giá tham chiếu 78,0 nghìn đồng · **Phát hành bởi AAS Research**

LNST MỆ LỖI
6T/2026

1.169

tỷ đồng · **+38%** · báo cáo 1.659

LÃI GEMALINK
6T/2026

532

tỷ (phần GMD) · **+67%**

SẢN LƯỢNG HỆ
THỐNG 6T

2,58

triệu TEU · **+8,4%**

SẢN LƯỢNG MIỀN
BẮC 6T

676

nghìn TEU · **-9%**

TIỀN GỬI RÒNG
30/06

2.843

tỷ · nợ vay 100% VND

LNST MỆ LỖI 2026F

2.370

tỷ · **+34%** · báo cáo 2.859

GÓC NHÌN AAS RESEARCH

NĂM GIỮ

GIÁ HIỆN TẠI

78,0

GIÁ TRỊ HỢP LÝ (CƠ SỞ; P/E, P/B, SOTP)

75,0 nghìn đ (-4%)

VÙNG KỊCH BẢN

58,5 – 90,4

P/E LỖI TRƯỢT · P/B

16,0x · 2,43x

Giữ tỷ trọng hiện có; chưa mua mới ở 78 nghìn. P/E lỗi đã thấp so với chính lịch sử 3 năm, nhưng giá vẫn cao hơn giá trị tổng các bộ phận với chi phí vốn hợp lý. **Tích lũy từng phần** ở 66–74 nghìn (12–13,5x P/E lỗi 2026F); **mua thêm** ≤ 66 nghìn. **Nâng hạng** khi lãi Gemalink giữ ≥ 300 tỷ/quý và sản lượng miền Bắc tăng lại trên cùng kỳ. **Hạ hạng** nếu lãi Gemalink Q3 < 250 tỷ hoặc vốn GD2 được xác nhận ở mức 13.791 tỷ với 85% vay.

KẾT LUẬN

GMD kiếm tiền từ phí cho mỗi container qua cảng, nhưng phần lãi lớn nhất (Gemalink) không nằm trong doanh thu hợp nhất mà vào một dòng "lãi liên doanh" đã nhân 65,13%. Năm 2026, lợi nhuận lỗi tăng ~34% chủ yếu nhờ lãi trên mỗi TEU của Gemalink; cảng hợp nhất Nam Đình Vũ vừa thêm 0,8 triệu TEU công suất thì sản lượng miền Bắc lại giảm.

Dự báo cơ sở LNST mẹ 2026 2.859 tỷ, lỗi 2.370 tỷ (Q3 566, Q4 635). Tăng trưởng 2027 phụ thuộc hai dự án chưa chứng minh: Gemalink GD2 (khai thác Q4/2027) và việc lấp đầy NDV3. Giá 78 nghìn tương ứng 14,2x lợi nhuận lỗi 2026F, đã phản ánh phần lớn kịch bản cơ sở.

CẢNG HỢP NHẤT

1.063

tỷ KQ bộ phận cảng 6T/2026 ·

+9%

- Nam Đình Vũ 62,1%; miền Bắc -9% sản lượng
- Khấu hao 129 tỷ/quý sau NDV3 (Q2/2025: 98)
- Hoa hồng môi giới 9,3% DT (5,6% cùng kỳ)

GEMALINK (LIÊN DOANH 65,13%)

532

tỷ phần lãi 6T/2026 · **+67%**

- Chạy ~1,9–2,0 triệu TEU/năm, vượt thiết kế GD1
- Chưa chia cổ tức; GD2 +1 triệu TEU từ Q4/2027
- Lãi/TEU miền Nam 186 → 299 nghìn đ

TÀI CHÍNH VÀ ĐỊNH GIÁ

2.843

tỷ tiền gửi ròng

- Lãi thoái vốn CJ 600 tỷ (một lần, Q2/2026)
- P/E lỗi 16,0x, z -1,2; P/B 2,43x
- Giá trị hợp lý cơ sở 75,0 nghìn đ

TÓM TẮT ĐIỀU HÀNH

- 1. **Lợi nhuận 6T/2026 gấp đôi, nhưng ~30% là một lần:** LNST cổ đông mẹ 1.659 tỷ (+96%); trong đó lãi chuyển nhượng 49,1% CJ Gemadept Logistics 599,8 tỷ + 12,2 tỷ chênh lệch hợp nhất (~490 tỷ sau thuế). LNST mẹ lãi 1.169 tỷ (+38%).
- 2. **Gemalink là động lực chính và đến từ lãi/TEU, không phải sản lượng:** phần lãi Gemalink 6T/2026 531,6 tỷ (+67%), chiếm 54% mức tăng LNTT lãi. Sản lượng miền Nam +16% chỉ giải thích ~52 tỷ; ~161 tỷ còn lại do giá, cơ cấu, chi phí – Gemalink không công bố BCTC nên chưa tách được.
- 3. **Nam Đình Vũ: thêm công suất nhưng hàng giảm:** sản lượng miền Bắc 6T/2026 676 nghìn TEU (-9%), thị phần 21% → 16,1%, trong khi GĐ3 (+0,8 triệu TEU) đã vào khai thác, khấu hao quý tăng 98 → 129 tỷ và lãi vay thôi được vốn hóa. Hoa hồng môi giới gần gấp đôi (9,3% DT).
- 4. **Hòa vốn NDV3 (giả định AAS):** 243 nghìn TEU tăng thêm để hòa vốn hoạt động (30% công suất GĐ3), 383 nghìn sau lãi vay, 756 nghìn để bù WACC 11%. Sản lượng miền Bắc quy năm chỉ vượt công suất cũ ~0,15 triệu TEU → NDV3 hiện dưới hòa vốn hoạt động.
- 5. **Tỷ lệ sở hữu chỉ áp hai chỗ:** (1) Gemalink 65,13%, SCSC 35,88% đã nằm trong dòng lãi LDLK; (2) công ty con bị trừ ở dòng CĐKKS (Nam Đình Vũ 37,9%). Ước suy LNST 100% của Nam Đình Vũ 2025 ~1.260–1.340 tỷ (từ CĐKKS, chưa kiểm chứng).
- 6. **Dự báo:** LNST mẹ Q3/2026 566 tỷ (thận trọng 447, tích cực 671; +80% so với cùng kỳ), Q4 635 tỷ; cả năm 2.859 tỷ, lãi 2.370 tỷ (+34%). LNTT lãi cơ sở vượt kế hoạch suy ra ~2.810 tỷ khoảng 17%.
- 7. **Lợi nhuận chưa thành tiền tương ứng:** lãi LDLK 6T/2026 694,5 tỷ nhưng cổ tức nhận 198,2 tỷ (chủ yếu CJ 180 tỷ trước thoái vốn); Gemalink chưa chia cổ tức và sẽ vay 85% cho GĐ2. Bù lại, GMD có tiền gửi ròng 2.843 tỷ, nợ vay 100% VND.
- 8. **Định giá:** P/E lãi trượt 16,0x (z -1,2, thấp hơn 96% số phiên 3 năm), dự phóng 14,2x; P/B 2,43x. Giá trị hợp lý cơ sở 75,0 nghìn đ (-4%), vùng 58,5–90,4. Khuyến nghị **NẮM GIỮ**.
- 9. **Phản biện mạnh nhất:** SOTP với chi phí vốn 13% chỉ 54,8 nghìn đ; ngay cả chi phí vốn 10%, tăng trưởng 3% cũng chỉ ~79 nghìn. Giá hiện tại đang trả trước cho Gemalink GĐ2 (vốn 220 triệu USD hay 13.791 tỷ – hai con số công khai chưa khớp) và việc lấp đầy NDV3.
- 10. **Mốc theo dõi:** BCTC Q3/2026 (cuối 10/2026): lãi Gemalink ≥ 280 tỷ/quý, sản lượng miền Bắc, hoa hồng/DT, chi phí khác; trả gốc vay NDV3 từ 25/10/2026; công bố chính thức vốn và cơ cấu vốn Gemalink GĐ2.

Dữ liệu tài chính và vận hành theo quý

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2/2025	Q3/2025	Q4/2025	Q1/2026	Q2/2026	Nguồn
Doanh thu thuần	1.494	1.560	1.625	1.452	1.762	BCTC
EBIT hợp nhất	519	347	430	387	569	BCTC; AAS tính
Lãi LDLK	243	297	391	312	383	BCTC
trong đó Gemalink	159	208	300	233	298	Thuyết minh LDLK; AAS tính
Khoản một lần	-2	-10	-0	0	612	TM doanh thu, chi phí tài chính
LNTT	677	511	749	716	1.551	BCTC
LNST cổ đông mẹ	445	315	592	534	1.124	BCTC
LNST mẹ lãi	447	323	592	534	635	AAS tính
Sản lượng miền Bắc (nghìn TEU)	388	373	380	327	349	Bản tin IR
Sản lượng miền Nam (nghìn TEU)	855	918	1.028	905	998	Bản tin IR
Dung Quất (nghìn tấn)	485	794	498	696	772	Bản tin IR
Tiền + tiền gửi - nợ vay	2.826	2.025	1.972	2.324	2.842	BCĐKT

Nguồn: BCTC hợp nhất GMD; bản tin IR (sản lượng theo vùng). AAS tổng hợp.

1 Mô hình kinh doanh: thu phí theo container; lợi nhuận lớn nhất đến từ cảng không hợp nhất

Mô hình kinh doanh

KHÁCH HÀNG TRẢ TIỀN

- Hãng tàu (phí xếp dỡ, cầu bến): CMA CGM, SITC, nhóm Gemini, tuyến nội Á
- Chủ hàng, forwarder (lưu bãi, nâng hạ, vận chuyển ICD)
- Hãng hàng không, đại lý (SCSC)

ĐỊNH VỊ GIÁ TRỊ

- Mạng cảng hai đầu đất nước: Cái Mép nước sâu + cụm sông Hải Phòng
- Kết nối ICD, sà lan, kho đến cảng nước sâu
- Tiếp nhận tàu mẹ 24.000 TEU tại Gemalink

DOANH THU HỢP NHẤT 6T/2026: 3.214 TỶ

Khai thác cảng 88%

Logistics, vận tải, đại lý 12%

LNTT 6T/2026 theo nguồn (tỷ):

58% 29%

Cảng hợp nhất Gemalink
SCSC Logistics + LD khác

TÀI SẢN CHÍNH VÀ CÁCH GHI NHẬN TRÊN BCTC HỢP NHẤT

Nam Đình Vũ

con 62,1% · hợp nhất

Gemalink

LD 65,1% · vốn chủ

Phước Long, BD

con · hợp nhất

Dung Quất

con 81,2% · hợp nhất

SCSC

LK 35,9% · vốn chủ

NGUỒN LỰC THEN CHỐT

- Quyền thuê đất, cầu bến ở Cái Mép (đến ~2056) và Nam Đình Vũ
- Đối tác CMA CGM tại Gemalink; tiền gửi ròng 2.843 tỷ

CẤU TRÚC CHI PHÍ (2025, THEO YẾU TỐ)

- Dịch vụ mua ngoài 55%, nhân công 17%, khấu hao 10%, NVL 9%
- Hoa hồng môi giới 458 tỷ = 7,7% DT (CPBH)

Nguồn: BCTN 2025; BCTC soát xét 6T/2026 (doanh thu theo lĩnh vực, Phụ lục 1, 4); BCTC kiểm toán 2025 (chi phí theo yếu tố, CPBH); bản tin IR Q2/2026; AAS tổng hợp.

Chuỗi giá trị: dòng container từ tàu đến chủ hàng

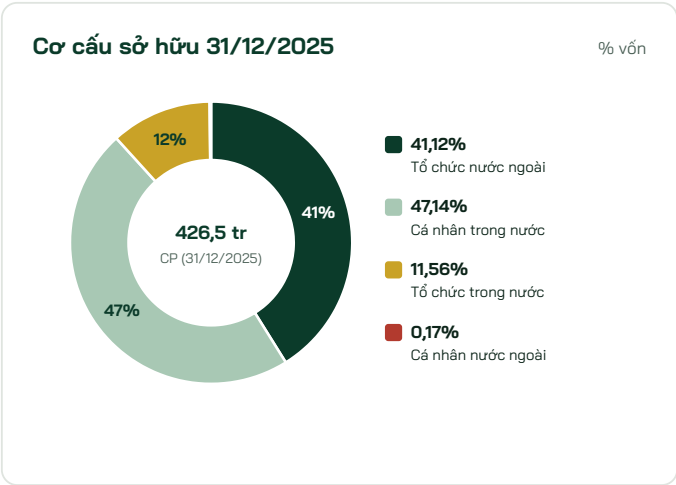
Hoạt động Ô vàng: khoản mục BCTC chịu ảnh hưởng



Nguồn: BCTN 2025; bản tin IR các quý 2024–2026; Thông tư 39/2023/TT-BGTVT; AAS tổng hợp.

- Ai trả tiền:** hãng tàu trả phí xếp dỡ, cầu bến (khung giá theo Thông tư 39/2023/TT-BGTVT, hiệu lực 15/02/2024, nâng giá sàn ~10%); chủ hàng và forwarder trả lưu bãi, nâng hạ, vận chuyển ICD. Hoa hồng môi giới trả cho hãng/đại lý nằm ở CPBH, nên giá thực thu ròng thấp hơn doanh thu gộp.
- Lợi nhuận đi đâu trên BCTC:** cảng con (Nam Đình Vũ, Phước Long, Bình Dương, Dung Quất) vào doanh thu, chi phí, rồi trừ phần CĐKKs. Gemalink và SCSC chỉ vào dòng "lãi LDLK" – doanh thu của chúng không có trong 3.214 tỷ doanh thu hợp nhất. 6T/2026, Gemalink + SCSC = 656 tỷ, bằng 40% LNTT lợi.
- Chi phí:** dịch vụ mua ngoài (thuê xếp dỡ, vận tải, thuê đất) 55% chi phí theo yếu tố; khấu hao 10%. Biên phụ thuộc mức sử dụng cầu bến và hoa hồng phải trả để giữ hãng tàu.
- Biến số của mô hình lợi nhuận:** (1) lãi Gemalink theo sản lượng và lãi/TEU; (2) EBIT hợp nhất theo cùng kỳ (sản lượng miền Bắc không giải thích được EBIT); (3) CĐKKs ~30% EBIT; (4) khoản một lần (thoái vốn, chi phí đầu tư không hiệu quả).

Cơ cấu cổ đông: không có cổ đông lớn ≥ 5%, khối ngoại 39,2%



Nhóm	Số CP	Tỷ lệ
Tổ chức nước ngoài (147)	175.380.464	41,12%
Cá nhân nước ngoài (471)	744.557	0,17%
Tổ chức trong nước (117)	49.323.751	11,56%
Cá nhân trong nước (12.887)	201.046.337	47,14%
Cổ đông lớn ≥ 5%	0	0%
Khối ngoại 05/10/2026	169.483.027	39,2%

Nguồn: BCTN 2025 (cơ cấu cổ đông 31/12/2025, 426,5 triệu CP); room ngoại kho AAS 05/10/2026 (năm giữ = room – còn lại, trên 432,9 triệu CP niêm yết).

2. Từng cảng, cách hợp nhất và phần lợi nhuận thuộc cổ đông công ty mẹ

Tài sản / pháp nhân	Loại hình, vị trí	Lợi ích / biểu quyết (30/06/2026)	Quan hệ và cách ghi nhận	Công suất, sản lượng, trạng thái	Đóng góp (100% → phần GMD)
Cụm cảng Nam Đình Vũ – CTCP Cảng Nam Đình Vũ	Container sông–biển, Hải Phòng; 7 bến, ~1,5 km cầu; tàu ≤ 55.000 DWT (giảm tải); luồng Hà Nam –8,5 m	62,10% / 62,10% (đầu 2025: 60%)	Công ty con: hợp nhất 100% doanh thu, chi phí; trừ 37,9% ở dòng CĐKKS	Thiết kế >2 triệu TEU/năm sau GĐ3 (GĐ1+2 ~1,2 triệu); GĐ3 khai thác từ 30/09/2025. Miền Bắc 2025: 1.496 nghìn TEU; 6T/2026: 676 (–9%)	Không công bố LNST riêng. Ước suy ngược từ CĐKKS: LNST 100% 2025 ~1.260–1.340 tỷ (chưa kiểm chứng) → phần GMD ~62%
Dịch vụ Cảng Nam Đình Vũ (trước là Dịch vụ Cảng Hải Minh)	Dịch vụ cảng, kho bãi, Hải Phòng	88,54% / 88,54%	Công ty con từ 2025 (6T/2025 còn là liên kết)	–	Gộp trong KQ bộ phận cảng
Nam Hải ICD	ICD, Hải Phòng	100% / 100%	Công ty con, hợp nhất	Gộp trong sản lượng miền Bắc	Gộp trong KQ bộ phận cảng
Gemalink – CTCP Cảng Cái Mép Gemadept – Terminal Link	Cảng nước sâu container Cái Mép; tàu đến 250.000 DWT; khách chính nhóm CMA CGM	65,13% / 50,00%	Liên doanh, vốn chủ sở hữu: điều lệ yêu cầu 76% phiếu cho nghị quyết ĐHĐCĐ nên GMD không kiểm soát dù sở hữu >50%. Chỉ ghi phần lãi một dòng; doanh thu không vào doanh thu hợp nhất	GĐ1 thiết kế 1,5 triệu TEU (nay doanh nghiệp nêu ~2 triệu); 2025 >1,9 triệu TEU. GĐ2 +1 triệu TEU: khởi công 17/04/2026, dự kiến khai thác Q4/2027	LNST 100% suy ra (+65,13%): 2025 1.269 tỷ, 6T/2026 816 tỷ → phần GMD 826,8 / 531,6 tỷ
Cảng Phước Long (ICD Phước Long)	ICD, cảng sông, TP.HCM	100% / 100%	Công ty con, hợp nhất	Gộp trong sản lượng miền Nam (cùng Gemalink, Bình Dương)	Lợi nhuận chia về công ty mẹ 9T/2025: 208 tỷ (9T/2024: 237)
Cảng Bình Dương; Vận tải Đa phương thức Bình Dương	Cảng sông, ICD, Bình Dương cũ	80,09% / 80,09%; 48,05% / 60,00%	Công ty con; Đa phương thức hợp nhất vì biểu quyết 60% đủ lợi ích 48%	Gộp trong sản lượng miền Nam	Gộp trong KQ bộ phận cảng

Tài sản / pháp nhân	Loại hình, vị trí	Lợi ích / biểu quyết (30/06/2026)	Quan hệ và cách ghi nhận	Công suất, sản lượng, trạng thái	Đóng góp (100% → phần GMD)
Cảng quốc tế Gemadept Dung Quất	Cảng tổng hợp, hàng dự án, Quảng Ngãi	81,17% / 81,17%	Công ty con, hợp nhất	2025: 2,31 triệu tấn; 6T/2026: 1,47 triệu tấn (+44%)	Cổ tức về mẹ 9T/2025: 40,8 tỷ
SCSC – Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (HOSE: SCS)	Ga hàng hóa hàng không Tân Sơn Nhất	35,88% / 35,88% (đầu năm 36,24%)	Liên kết, vốn chủ sở hữu	—	LNST SCS 100% 6T/2026 362 tỷ → phần GMD ghi nhận 124,5 (ước suy 129,8)
Trường Thọ (Potraco)	Vận tải, cảng sông, TP.HCM	46,00% / 54,00%	Công ty con nhờ cổ đông ủy quyền biểu quyết 54%	—	Gộp hợp nhất; CĐKKs 54%
GMD Shipping & Maritime Industry Holding (+3 công ty con)	Vận tải biển, đại lý	100% (đầu năm: 51% / 50%)	Từ liên doanh thành công ty con 30/06/2026; hợp nhất từ Q3/2026	—	6T/2026 còn ghi lãi LD 10,8 tỷ
Mekong Logistics	Kho, cảng cạn Cần Thơ	49% / 51% (đầu năm 25,02%)	Thành công ty con nhờ ủy quyền biểu quyết 51%	Trung tâm GĐ2 vay Shinhan 129 tỷ	Gộp logistics
CJ Gemadept Logistics Holdings (CJ Logistics Holdings VN)	Logistics hợp đồng, kho	49,10% → 0% (30/06/2026)	Đã thoái toàn bộ; lãi chuyển nhượng 599,8 tỷ (6T/2026)	—	Lãi LD 6T/2026 17,3 tỷ, không còn từ Q3
“K” Line – GMD Logistics; GMD ASL, GNL; ISS – GMD	Logistics ô tô, đại lý	50%; 30,6% lợi ích / 51% biểu quyết; 51%	“K” Line: LD vốn chủ; ASL, GNL, ISS: công ty con	—	“K” Line 6T/2026: 4,2 tỷ
Cao su Campuchia (Pacific Lotus, Pearl, Pride)	Trồng cao su, Mondulkiri	100%	Công ty con, hợp nhất	—	KQ bộ phận 2025: -71,8 tỷ; 6T/2026: -36,1 tỷ
Golden Globe (Lào), SDC, Phú Hưng, Minh Đạm, VCP...	BDS, y tế, du lịch, cảng Vũng Tàu	26,8–45%	Liên kết, vốn chủ sở hữu	Golden Globe đang xây dựng	Tổng 6T/2026 ~10 tỷ

Nguồn: BCTC soát xét 6T/2026; BCTN 2025; bản tin IR. Gemalink 100% suy ra = phần lãi ÷ 65,13%; Nam Đình Vũ ước ngược từ CĐKKs (chưa kiểm chứng). AAS tổng hợp.

Cầu nối 100% → LNST cổ đông mẹ: tỷ lệ sở hữu chỉ áp ở dòng LDLK và dòng CĐKKs

Bước	6T/2025	2025	6T/2026	Áp tỷ lệ sở hữu ở đâu?
Gemalink: LNST 100% (suy ra)	489	1.269	816	—
× 65,13% → phần lãi Gemalink trong "Lãi LDLK"	318,4	826,8	531,6	Lần 1 (và duy nhất) cho Gemalink: trong dòng LDLK; không nhân lại
SCSC: LNST 100% (SCS niêm yết)	359	751	362	—
× 36,24% / 35,88% → phần lãi SCSC	123,6	258,6	124,5	Trong dòng LDLK (ghi nhận thấp hơn ước 4–5%)
LD/LK khác (CJ Logistics, GMD Shipping, “K” Line, SDC...)	28,0	72,2	38,4	Trong dòng LDLK
Kết quả bộ phận cảng hợp nhất (NDV, Phước Long, Bình Dương, Dung Quất, Nam Hải ICD...)	973	1.881	1.063	Chưa áp tỷ lệ: 100% công ty con
Logistics hợp nhất	85	134	64	100%

Bước	6T/2025	2025	6T/2026	Áp tỷ lệ sở hữu ở đâu?
Cao su, BDS, loại trừ nội bộ	-188	-368	-171	100%
= Lợi nhuận hoạt động hợp nhất	869	1.647	955	
Tài chính thuần (gồm lãi thoái vốn CJ 612 tỷ ở 6T/2026)	39	110	663	100%
Thu nhập/chi phí khác	-118	-394	-46	100%
Thuế TNDN	-129	-218	-329	100% (LDLK đã sau thuế ở cấp LD)
= LNST hợp nhất	1.132	2.302	1.939	
- Lợi ích CĐKKKS	-284	-547	-280	Lần 2: áp cho công ty con (NDV 37,9%, Bình Dương 19,9%, Dung Quất 18,8%, Trường Thọ 54%...)
= LNST cổ đông công ty mẹ	848	1.756	1.659	

Nguồn: BCTC soát xét 6T/2025, 6T/2026, kiểm toán 2025 (Phụ lục 1, 4); LNST SCS. AAS tính.

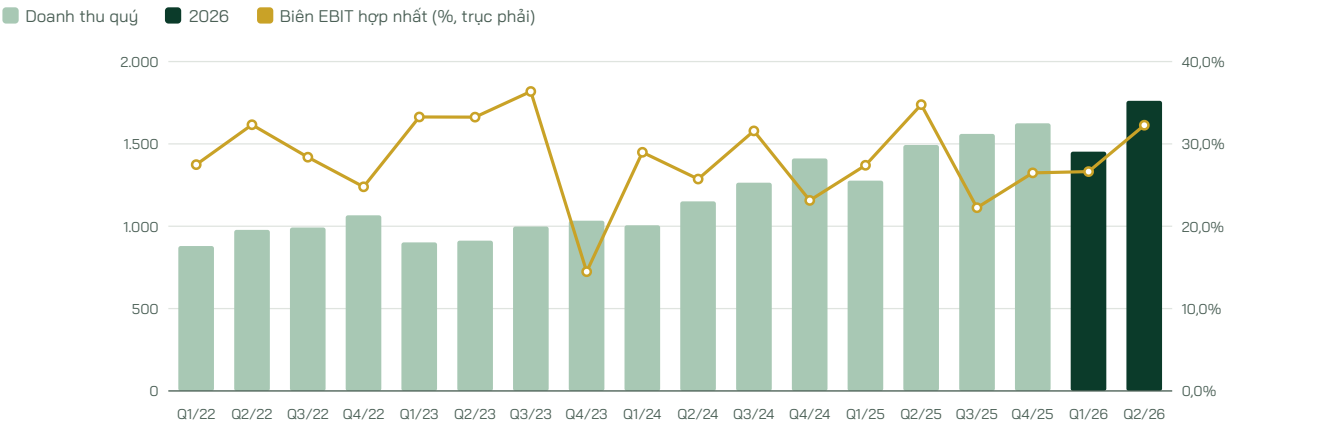
3

Kết quả kinh doanh: lãi 6T/2026 +38%; ~30% lợi nhuận báo cáo là lãi thoái vốn

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026	6T so cùng kỳ
Doanh thu thuần	3.206	3.916	3.846	4.832	5.956	2.771	3.214	+16%
Lợi nhuận gộp	1.145	1.645	1.776	2.135	2.739	1.284	1.561	+22%
Biên gộp	35,7%	42,0%	46,2%	44,2%	46,0%	46,3%	48,6%	+2,2 điểm
EBIT hợp nhất (LNG – CPBH – QLDN)	687	1.104	1.116	1.313	1.647	869	955	+10%
Lãi LDLK	242	406	272	829	1.158	470	695	+48%
Khoản một lần (lãi/lỗ thoái vốn)	23	0	1.841	318	-12	-2	612	n/m
Thu nhập/chi phí khác	-55	-48	-16	-320	-394	-118	-46	n/m
LNTT	806	1.308	3.144	2.099	2.521	1.261	2.267	+80%
LNTT lãi (bỏ khoản một lần)	783	1.308	1.303	1.781	2.533	1.263	1.656	+31%
LNST cổ đông mẹ	605	995	2.222	1.455	1.756	848	1.658	+96%
LNST mẹ lãi	586	995	749	1.201	1.765	850	1.169	+38%
Dòng tiền kinh doanh (CFO)	1.005	2.333	-88	1.527	2.142	1.090	1.025	-6%
Capex	-627	-1.395	-1.068	-1.480	-1.676	-642	-292	n/m

Nguồn: BCTC hợp nhất GMD; LNST lãi = LNST mẹ – khoản một lần × 80%. AAS tính.

Doanh thu và biên EBIT hợp nhất theo quý



Nguồn: BCTC quý GMD.

◆ **Lưu ý so sánh:** từ Q3/2026 GMD hợp nhất thêm GMD Shipping (vận tải biển) và Mekong Logistics, và không còn lãi từ CJ Logistics; doanh thu sẽ tăng do phạm vi hợp nhất, không phải do cặng.

Cao su Campuchia: còn 1.136 tỷ tài sản trên sổ, đã ghi giảm 759 tỷ từ 2024

Cao su Campuchia (tỷ đồng)	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	30/06/2026
XDCB dở dang – Pacific Pride	816,4	840,2	724,5	594,1	582,1
XDCB dở dang – Pacific Pearl	439,3	451,9	372,9	234,2	215,7
XDCB dở dang – Pacific Lotus	354,0	363,8	226,6	130,5	111,2
Tổng vườn cây (XDCB dở dang)	1.609,7	1.655,8	1.324,0	958,8	909,0
Quyền sử dụng đất dự án cao su (còn lại)	–	–	–	~228	226,9
Tổng tài sản cao su còn trên sổ	–	–	–	~1.187	1.135,9
Tiền thuê đất cộng dồn phải trả (3 công ty)	–	–	–	139,1	140,4
Chi phí trích trước dự án cao su	–	237,1	3,4	4,6	5,4
Giá trị ròng ước tính	–	–	–	~1.043	~990
Trong kỳ: chi phí vốn hóa thêm	5,5	8,6	7,3	5,1	0,8 (6T)
Trong kỳ: ghi giảm XDCB (–) / chênh lệch tỷ giá (+)	+49,9	+43,1	–338,5	–370,3	–50,2 (6T)
Trong kỳ: "chi phí đầu tư không hiệu quả" (chi phí khác)	–	0	–412,3	–407,5	–58,3 (6T)
Trong kỳ: kết quả bộ phận cao su (doanh thu = 0)	–	–	–65,6	–71,8	–36,1 (6T)

Nguồn: BCTC hợp nhất kiểm toán 2022–2025, soát xét 6T/2026; BCTN 2025. AAS tính.

◆ **Không có doanh thu, ghi giảm dần:** vườn cây vẫn là XDCB dở dang; 2024–6T/2026 ghi giảm 759 tỷ vào chi phí khác. Còn 909 tỷ vườn cây + 226,9 tỷ quyền sử dụng đất (~2.620 đ/cp), ròng ~990 tỷ sau tiền thuê đất phải trả. Doanh nghiệp nói dự án sẵn sàng chuyển nhượng nhưng chưa có giá: bán dưới ~990 tỷ là lỗ thêm.

Phân rã tăng trưởng LNTT

Nguồn thay đổi LNTT	6T/2026 so với 6T/2025	2025 so với 2024
Khoản một lần (thoái vốn, hoàn nhập thuế, lỗ bán CK)	+612	-557
Gemalink (phần lãi LD)	+213	0
LD/LK khác	+11	+328
Khai thác cảng hợp nhất (KQ bộ phận)	+90	+324
Logistics hợp nhất (KQ bộ phận)	-21	+74
Cao su, BDS, loại trừ nội bộ	+17	-64
Thu nhập tài chính (trừ lãi thoái vốn)	+46	+120
Chi phí tài chính (lãi vay, tỷ giá...)	-34	+44
Thu nhập/chi phí khác (chủ yếu chi phí đầu tư không hiệu quả)	+72	+153
Tổng thay đổi LNTT	+1.007	+422

Nguồn: BCTC Phụ lục 1, 4; AAS tính.

4 Dự báo: LNST mẹ Q3/2026 ~566 tỷ; năm 2026 lãi ~2.370 tỷ

LNST cổ đông mẹ	Tỷ đồng
Q3/2026F – dự báo cơ sở AAS	566 (+80% so với cùng kỳ)
Khoảng Q3/2026 (thận trọng – tích cực)	447 – 671
Q4/2026F cơ sở (khoảng)	635 (499 – 747)
Năm 2026F cơ sở (thận trọng / tích cực)	2.859 (2.604 / 3.076)
Năm 2026F lãi, bỏ lãi thoái vốn CJ	2.370 (+34% so với 2025)

Nguồn: AAS dự báo, dữ liệu đến 06/10/2026.

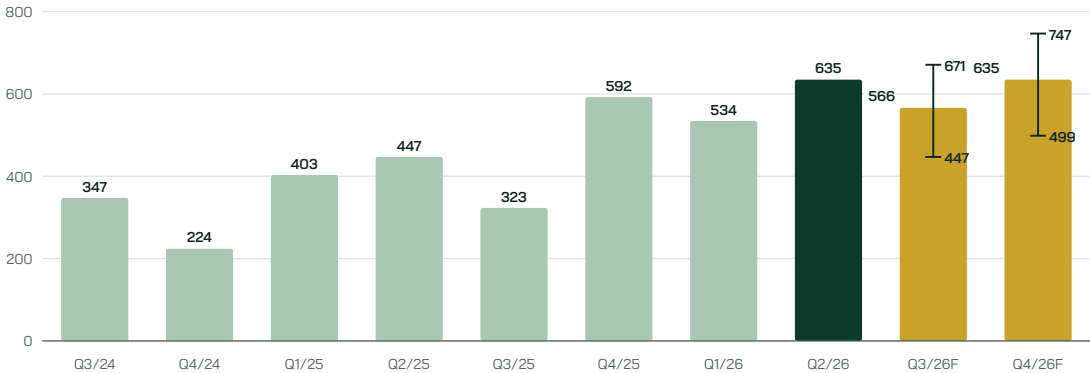
Tỷ đồng	Q3 thận trọng	Q3 cơ sở	Q3 tích cực	Q4 thận trọng	Q4 cơ sở	Q4 tích cực
EBIT hợp nhất (cảng, logistics, cao su, QLDN)	355	390	418	438	481	516
Gemalink (phần GMD 65,13%)	255	300	330	265	315	350
SCSC (phần GMD 35,88%)	64	67	71	64	67	72
LD/LK khác	3	5	7	3	5	7
Tài chính thuần	17	30	40	17	30	40
Thu nhập/chi phí khác	-80	-35	0	-80	-35	0
LNTT	614	757	865	707	864	985
Thuế TNDN	-50	-64	-73	-64	-79	-89
CĐKKS	-117	-119	-121	-145	-147	-150
LNST cổ đông mẹ (mô hình nguồn)	447	575	671	499	638	747
LNST cổ đông mẹ – dự báo AAS	447	566	671	499	635	747

Nguồn: AAS dự báo (ba kịch bản theo nguồn đóng góp).

LNST mẹ lõi theo quý và dự báo

Thực tế (lãi) Q2/2026 Q3, Q4/2026F; vạch: thận trọng – tích cực

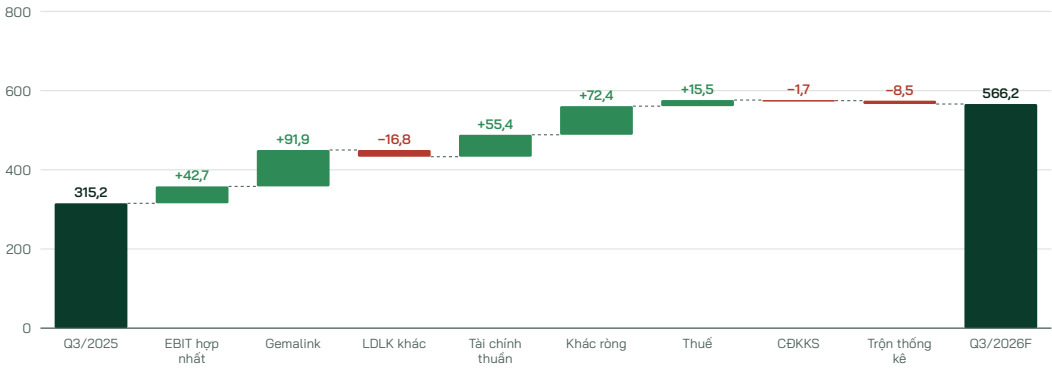
Tỷ đồng



Nguồn: BCTC GMD; AAS dự báo.

LNST mẹ: Q3/2025 → Q3/2026F, các yếu tố thay đổi

Tỷ đồng



Nguồn: AAS dự báo.

Tỷ đồng	2025	6T/2026	2026F thận trọng	2026F cơ sở	2026F tích cực	Kế hoạch 2026
LNTT lõi	2.533	1.655	2.976	3.276	3.506	~2.810 (suy từ 59% hoàn thành)
LNST cổ đông mẹ	1.756	1.659	2.604	2.859	3.076	—
LNST mẹ lõi (bỏ lãi thoái vốn CJ)	1.765	1.169	2.115	2.370	2.587	—
so với 2025 (lãi)	—	—	+20%	+34%	+47%	—
EPS lõi (đ, 432,9 triệu CP)	4.078	—	4.885	5.475	5.975	—

Nguồn: BCTC GMD; bản tin IR Q2/2026; AAS dự báo.

Cảng mới cần bao nhiêu sản lượng

Chỉ tiêu	NDV GĐ3	Gemalink GĐ2 (220 triệu USD)	Gemalink GĐ2 (13.791 tỷ)
Vốn đầu tư (tỷ)	2.800	5.800	13.791
Công suất tăng thêm (nghìn TEU)	800	1.000	1.000
Doanh thu/TEU; chi phí biến đổi (giả định)	1,25 triệu; 40%	1,30 triệu; 35%	1,30 triệu; 35%
Đóng góp/TEU (triệu đ)	0,75	0,85	0,85
Khấu hao + cố định tiền mặt (tỷ/năm)	182	343	610
Lãi vay (tỷ/năm)	105	370	879
Hòa vốn hoạt động (nghìn TEU; % công suất)	243 (30%)	406 (41%)	722 (72%)
Hòa vốn sau lãi vay	383 (48%)	844 (84%)	1.762 (176%)
Đủ bù chi phí vốn (WACC 11%)	756 (94%)	1.350 (135%)	2.966 (297%)

Nguồn: AAS tính; vốn, công suất theo bản tin IR và thông tin công khai; các tham số khác là giả định AAS.

Ba yếu tố cần theo dõi

- ◆ **Lãi Gemalink:** ±10% = ±62 tỷ LNST mẹ 2026. Theo dõi thuyết minh đầu tư LDLK trong BCTC Q3.
- ◆ **Sản lượng miễn Bắc và hoa hồng môi giới:** quyết định EBIT hợp nhất; EBIT 0% hay +20% so cùng kỳ = ±41 tỷ.
- ◆ **Chi phí khác:** nếu lặp lại mức 2025 (~100 tỷ/quý) thì LNST mẹ 2026 giảm ~75 tỷ.

5 Định giá: giá trị hợp lý cơ sở 75,0 nghìn đ

Chỉ số (06/10/2026)	Hiện tại	Trung vị 3 năm	p25 / p75 3 năm	Phân vị 3 năm	z (750 phiên)
P/E lõi trượt 4 quý	16,0x	20,1x	18,2 / 25,6x	4%	-1,21
P/B (vốn chủ mẹ)	2,43x	2,39x	2,14 / 2,58x	56%	0,16
P/E lõi dự phóng 2026F	14,2x	—	—	—	—

Nguồn: kho AAS; AAS tính.

	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực
LNST mẹ lõi 2026F (tỷ)	2.115	2.370	2.587
EPS lõi 2026F (đ)	4.885	5.475	5.975
P/E áp dụng (p25 lịch sử / trung vị lịch sử / trung vị 3 năm)	14,4x	17,6x	20,1x
Giá trị theo P/E (nghìn đ)	70,3	96,4	120,1
P/B áp dụng (trên vốn chủ mẹ cuối 2026F 14.922 tỷ)	1,89x	2,14x	2,39x
Giá trị theo P/B (nghìn đ)	65,1	73,8	82,4
Giá trị theo SOTP (nghìn đ)	40,1	54,8	68,6
Giá trị hợp lý (bình quân 3 cách)	58,5	75,0	90,4
So với giá 78,0	-25%	-4%	+16%

Nguồn: AAS tính.

Bộ phận (tỷ đồng)	Cơ sở định giá	Thặng trọng	Cơ sở	Tích cực
Gemalink 100% (vốn chủ)	DCF lợi nhuận đến hết thời hạn đất (~2056); GĐ2 vay 85%	10.154	16.424	19.541
× 65,13% → phần GMD	Chỉ áp tỷ lệ một lần	6.614	10.697	12.727
Khối hợp nhất thuộc CĐ mẹ	LNST lõi mẹ 2026F – lãi LDLK + lỗ cao su cộng lại; hệ số dòng tiền 35 năm	8.975	11.217	14.427
(LNST khối hợp nhất 2026F × hệ số)		1.057 × 8,5	1.117 × 10,0	1.186 × 12,2
SCSC 35,88%	Giá thị trường SCS (43.200 đ × 103,1 triệu CP)	1.598	1.598	1.598
LD/LK khác	Giá trị sổ sách 30/06/2026	524	524	524
Cao su Campuchia (tách riêng)	Giữ 5/3 năm rồi thoái giá 0 (trừ 140 tỷ thuê đất phải trả); tích cực: bán 50% giá trị sổ ròng	-370	-300	430
Tổng giá trị vốn chủ thuộc CĐ mẹ		17.340	23.736	29.706
Mỗi cổ phiếu (đ)	432,9 triệu CP	40.057	54.832	68.622
Chi phí vốn chủ (Gemalink / khối hợp nhất)		14% / 13,5%	13% / 12,5%	12% / 11,5%

Nguồn: AAS tính. Không cộng thêm tiền mặt vì lãi tiền gửi đã nằm trong lợi nhuận khối hợp nhất.

Vùng giá (nghìn đ)	P/E lõi 2026F	Hành động
≤ 66	≤ 12x	Mua thêm: gần SOTP với chi phí vốn 10–11%; P/E ngang nhóm cảng niêm yết
66 – 74	12 – 13,5x	Tích lũy từng phần, chia 2–3 lần
74 – 88	13,5 – 16x	Nắm giữ: vùng hiện tại (78,0 = 14,2x)
88 – 99	16 – 18x	Chốt lời một phần nếu Q3–Q4 không xác nhận lãi Gemalink ≥ 280 tỷ/quý
> 99	> 18x	Rủi ro cao: vượt trung vị P/E lịch sử khi tăng trưởng 2027 phụ thuộc GĐ2 chưa vận hành

Nguồn: AAS tính trên EPS lõi 2026F cơ sở 5.475 đ.

6 Backtest định giá: z P/E thắng mua và giữ nhưng mẫu nhỏ

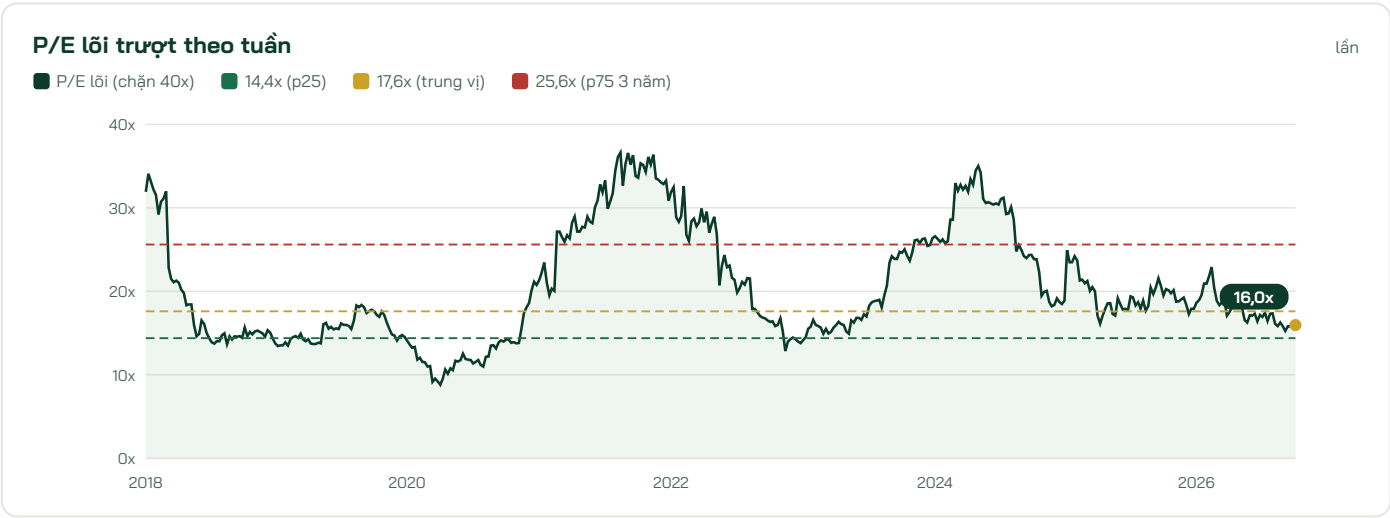
- ◆ **Cách đọc z-score:** z đo P/E (hoặc P/B) hiện tại cao hay thấp so với trung bình 3 năm gần nhất (750 phiên), tính bằng số độ lệch chuẩn. z < -1 là rẻ bất thường; hiện z P/E lõi -1,21, z P/B 0,16.
- ◆ **Cách kiểm tra:** quy tắc đặt trước, chạy lại từ 01/2018 trên giá điều chỉnh gồm cổ tức. Lợi nhuận và vốn chủ chỉ lấy từ BCTC đã công bố (trễ 45 ngày sau quý), lệnh khớp phiên sau tín hiệu, mỗi chiều trừ phí 0,4%. Không dùng thông tin tương lai.
- ◆ **Kết quả:** mua khi z P/E < -1, bán khi z > +1 đưa 100 đồng thành 743 đồng, so với 379 đồng nếu mua và giữ; sụt giảm tối đa -27% so với -55%. Quy tắc P/B kém hơn mua và giữ.
- ◆ **Hạn chế:** mỗi quy tắc chỉ 2–3 lệnh trong gần 9 năm; P/E của GMD từng méo vì các khoản thoái vốn lớn (AAS đã loại khỏi lợi nhuận lõi). Đây là định hướng vùng giá, không phải công thức chắc thắng.
- ◆ **Ý nghĩa cho hiện tại:** quy tắc z P/E đang giữ vị thế mua từ 09/04/2025 (42,3 nghìn). P/E lõi đã về vùng rẻ so với 3 năm, nhưng mức "rẻ" này so với giai đoạn GMD được định giá rất cao (trung vị 20x); so với nhóm cảng (6–14x) thì không rẻ.

Nhóm z P/E	Lợi suất 250 phiên TB	Trung vị	Số phiên
-1.5 ... -0.5	+44%	+42%	795
-0.5 ... 0.5	+25%	+19%	854
0.5 ... 1.5	+3%	-4%	350
1.5 ... +∞	+5%	-6%	404

Nguồn: AAS tính, 2015–2026.

Nhóm z P/B	Lợi suất 250 phiên TB	Trung vị	Số phiên
-∞ ... -1.5	+76%	+65%	83
-1.5 ... -0.5	+64%	+46%	343
-0.5 ... 0.5	+21%	+15%	843
0.5 ... 1.5	+26%	+21%	459
1.5 ... +∞	+2%	-6%	675

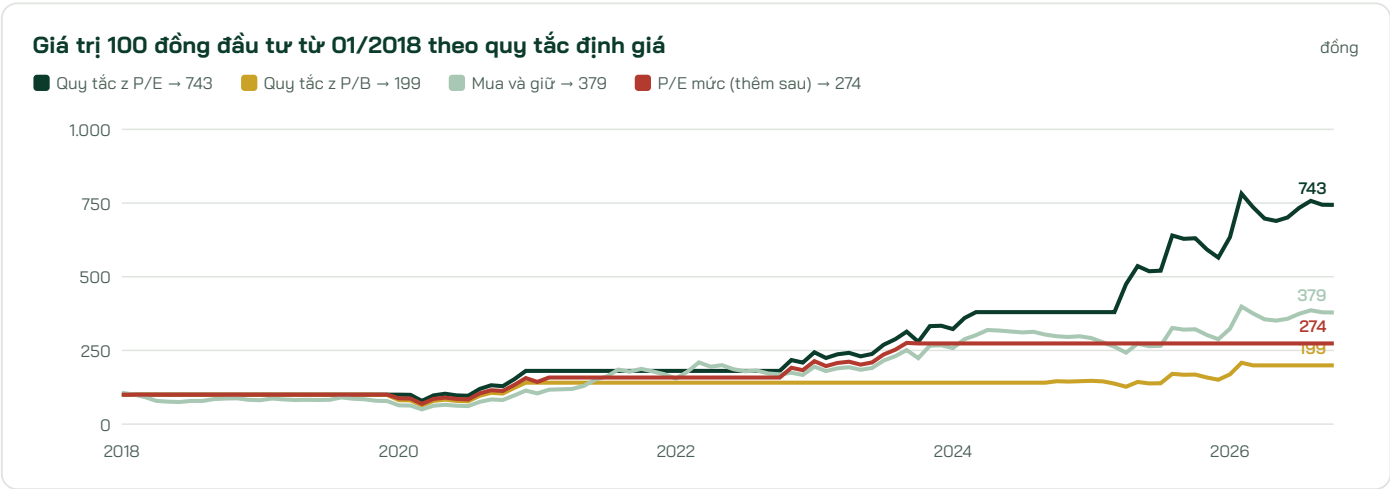
Nguồn: AAS tính.



Nguồn: AAS tính.

Quy tắc (khớp phiên sau, phí 0,4%)	CAGR	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Mua và giữ: CAGR	Mua và giữ: sụt giảm
z P/E < -1 mua, > +1 bán (định trước)	+25,7%	-27%	3	+16,4%	-55%
z P/B < -1 mua, > +1 bán (định trước)	+8,2%	-38%	3	+16,4%	-55%
P/E lỗi < 13 mua, > 25 bán (thêm sau khi xem bảng P/E)	+12,2%	-32%	2	+16,4%	-55%

Nguồn: AAS tính, 01/2018–10/2026.



Nguồn: AAS tính trên giá điều chỉnh gồm cổ tức, phí 0,4% mỗi chiều.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH GMD

- ◆ **Đang nắm giữ:** giữ nguyên tỷ trọng; quy tắc z P/E vẫn ở trạng thái giữ. Chốt lời một phần ở 88–99 nghìn (16–18x P/E lời 2026F) nếu BCTC Q3 không xác nhận lãi Gemalink ≥ 280 tỷ.
- ◆ **Chưa có cổ phiếu:** điểm vào tốt nhất ≤ 66 nghìn (12x, ngang nhóm cảng và gần SOTP chi phí vốn 10–11%); chia 2–3 lần trong vùng 66–74. Điểm vào kém nhất: mua đuổi trên 88 nghìn trước BCTC Q3.
- ◆ **Mốc theo dõi:** BCTC Q3/2026 (cuối 10/2026): lãi Gemalink, sản lượng miễn Bắc, hoa hồng/DT, chi phí khác; bản tin IR 9T/2026; thông báo chính thức vốn Gemalink GĐ2; hợp nhất GMD Shipping (doanh thu tăng, lợi nhuận ít).
- ◆ **Hạ hạng nếu:** lãi Gemalink Q3 < 250 tỷ; sản lượng miễn Bắc tiếp tục giảm hai chữ số; GĐ2 xác nhận 13.791 tỷ với 85% vay; xuất hiện thêm khoản "chi phí đầu tư không hiệu quả" lớn.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 06/10/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.