Cập nhật dự phóng: GMD

Q3 thấp hơn dự phóng 131 tỷ đồng vì thuế, thiểu số và khấu hao cảng mới; LNST công ty mẹ Q4/2026 ước 376 tỷ đồng, cả năm 2.479 tỷ, đã trừ rủi ro ghi giảm cao su cuối năm

CTCP Tập đoàn Gemadept (HOSE: GMD) · Cập nhật sau BCTC hợp nhất Q3/2026 (phê duyệt 29/10/2026) · giá tham chiếu 49,7 nghìn đồng (03/11/2026, sau thưởng cổ phiếu 2:1) · **Phát hành bởi AAS Research**

LNST CTY MẸ Q3/2026 (THỰC TẾ)	BẢN 06/10 DỰ PHÓNG Q3	LNST CTY MẸ Q4/2026F	LNST CTY MẸ 2026F	CAO SU CÒN TRÊN SỔ	THAY ĐỔI SO BẢN 06/10
444 tỷ đồng · **+41%** so cùng kỳ	**575** tỷ đồng · thực tế **–23%**	**376** tỷ đồng · **–36%** so cùng kỳ	**2.479** tỷ đồng · **+41%** so 2025	**1.139** tỷ đồng (XDCB + quyền sử dụng đất)	**–393** tỷ đồng LNST cty mẹ 2026F

GÓC NHÌN AAS RESEARCH	GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	EPS LÕI 2026F	P/E LÕI 2026F	LNST CTY MẸ 2026F
NẮM GIỮ	**49,7** nghìn đ ngày 03/11/2026	**44,3** nghìn đ **–11%** so giá	**3.063** đ/cp 649,3 triệu cp sau thưởng	**16,2** lần P/B 2,27 lần	**2.479** tỷ đ **+41%** so 2025

Giữ tỷ trọng hiện có, chưa mua mới. Giá trị hợp lý giảm từ 50,0 (bản 06/10 quy đổi sau thưởng) xuống 44,3 nghìn đồng, vùng kịch bản 33,3–54,5 nghìn đồng. Tích lũy từng phần ở 37–41 nghìn đồng (12–13,5 lần EPS lõi 2026F), mua thêm khi ≤ 37 nghìn. Điều kiện hạ hạng ở bản trước (lãi Gemalink Q3 dưới 250 tỷ) chưa xảy ra: Q3 là 281,6 tỷ.

1 Q3/2026: LNST công ty mẹ 444 tỷ đồng (+41% so cùng kỳ), thấp hơn dự phóng 131 tỷ; thuế và thiểu số lấy đi 117 tỷ

Doanh thu Q3/2026 đạt 2.210 tỷ đồng (+42%), LNTT 710 tỷ (+39%), LNST công ty mẹ 444 tỷ. Kết quả gần với kịch bản thận trọng của bản 06/10 (447 tỷ) hơn là kịch bản cơ sở (575 tỷ). Doanh thu tăng mạnh chủ yếu vì hợp nhất mảng vận tải biển từ 30/06/2026; lợi nhuận hoạt động hợp nhất lại giảm so cùng kỳ.

Tỷ đồng	Q3/2025	Q3/2026F (bản 06/10)	Q3/2026 thực tế	Thực tế – dự phóng
Doanh thu thuần	1.560	–	2.210	–
EBIT hợp nhất (gộp – bán hàng – quản lý)	347	390	316	–74
Khấu hao (LCTT)	–98	–	–138	–
EBITDA hợp nhất	445	–	454	–
Lãi Gemalink	–	300	282	–18
Lãi SCSC	–	67	61	–7
Lãi LD/LK khác	–	5	7	+2
Tổng lãi LDLK	297	372	349	–23
TC ròng	–25	30	36	+6
Thu nhập khác (ròng)	–107	–35	10	+45
LNTT	511	757	710	–47
Thuế TNDN	–79	–64	–124	–60

Tỷ đồng	Q3/2025	Q3/2026F (bản 06/10)	Q3/2026 thực tế	Thực tế – dự phóng
Thuế / (LNTT – LDLK – khác) (%)	24,6	15,1	35,2	+20,1
Thiểu số	−117	−119	−142	−23
Thiểu số / EBIT (%)	33,8	30,5	45,1	+14,6
LNST cty mẹ	**315**	**575**	**444**	**−131**

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 của GMD (KQKD, LCTT; TM V.2d tr.28, VI.1–4 tr.38–39); BCTC soát xét 6T/2026; bản phân tích AAS 06/10/2026. Lãi Gemalink, SCSC trong quý = (Δ lợi nhuận sau ngày đầu tư + cổ tức nhận) 9T − 6T. Q3/2025 không tách được lãi từng liên doanh theo quý.

Cầu nối LNST cổ đông công ty mẹ Q3: dự phóng 06/10 → thực tế

Tỷ đồng



Thay lần lượt từng biến từ giá trị dự phóng sang thực tế, tổng khớp đúng. Thuế suất tính trên LNTT trừ lãi LDLK và khoản khác. AAS tính.

- **Thuế: 35,2% thay vì 15,1% (−71 tỷ).** Thuế TNDN Q3 124 tỷ đồng, trong đó hiện hành 121 tỷ. Thuế suất tính trên lợi nhuận ngoài liên doanh của Q1, Q2, Q3/2026 là 16%, 23% (đã trừ thuế lãi thoái vốn CJ), 35%. BCTC quý không giải thích; khả năng là các công ty con có lãi nộp thuế trong khi phần lỗ (vận tải biển mới hợp nhất, phân bổ lợi thế thương mại, công ty mẹ) không được bù trừ. Bản 06/10 dùng 16,5% trên (LNTT – LDLK), tương đương 15,1% theo cách tính này, là quá thấp.
- **Thiểu số 142 tỷ, bằng 45% EBIT hợp nhất thay vì 30,5% (−46 tỷ).** EBIT giảm ở công ty mẹ và mảng vận tải biển (sở hữu cao), còn lợi nhuận ở các cảng có cổ đông thiểu số (Nam Đình Vũ, Bình Dương...) vẫn giữ, nên phần chia ra ngoài không giảm theo.
- **EBIT hợp nhất 316 tỷ (−9% so cùng kỳ) nhưng EBITDA gần như đi ngang (454 so 445 tỷ).** Khấu hao tăng 40 tỷ do Nam Đình Vũ giai đoạn 3 và tài sản vận tải biển đưa vào sử dụng (nguyên giá TSCĐ hữu hình +1.189 tỷ trong 9T). Chi phí quản lý 234 tỷ (+35 tỷ), gồm phân bổ lợi thế thương mại 7,9 tỷ.
- **Phần tốt hơn dự phóng: khoản khác +9,6 tỷ (giả định −35) và TC ròng 36 tỷ.** Lãi tiền gửi Q3 87 tỷ (cùng kỳ 39), chi phí lãi vay 48 tỷ (cùng kỳ 24) vì thôi vốn hóa lãi vay Nam Đình Vũ 3.

2 Theo nguồn lợi nhuận: Gemalink 282 tỷ, thấp hơn Q2; cảng hợp nhất giữ doanh thu nhưng biên gộp giảm, vận tải biển thêm 632 tỷ doanh thu với lợi nhuận mỏng

BCTC quý không có báo cáo bộ phận; thuyết minh doanh thu và giá vốn tách hai nhóm "khai thác cảng" và "logistics, cho thuê văn phòng, khác". Số quý = lũy kế 9 tháng − 6 tháng theo BCTC soát xét (bản quý 2 tự lập ghi giá vốn 6T cao hơn 53,6 tỷ, đã được phân loại lại khi soát xét).

Tỷ đồng	Q3/2025	Q3/2026	9T/2025	9T/2026
Khai thác cảng (hợp nhất)				
Doanh thu	1.373	1.390	3.820	4.226
LN gộp	589	404	1.712	1.768
Biên gộp (%)	42,9	29,1	44,8	41,8

Tỷ đồng	Q3/2025	Q3/2026	9T/2025	9T/2026
Logistics, vận tải biển, khác				
Doanh thu	187	820	511	1.198
LN gộp	78	298	238	494
Biên gộp (%)	41,5	36,3	46,6	41,3
Tổng LN gộp	**666**	**702**	**1.950**	**2.263**

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 (TM VI.1a, VI.2), BCTC soát xét 6T/2026 và 6T/2025 (TM VIII.1–2). AAS tính.

Lãi LDLK (tỷ đồng)	Q1/2026	Q2/2026	Q3/2026	9T/2026	Ghi chú
Gemalink (65,13% lợi ích, liên doanh)	233,6	298,0	281,6	813,2	Không chia cổ tức; lãi quý = Δ LN sau ngày đầu tư
SCSC (35,88%, niêm yết)	–	–	60,6	185,1	6T: 124,5; LNST SCS Q3 194,1 tỷ
Khác (K Line, SDC, Quả Cầu Vàng, Golden Globe...)	–	–	6,7	45,1	CJ Logistics đã thoái 30/06; vận tải biển thành công ty con
Tổng (KQKD)	**311,5**	**383,0**	**348,8**	**1.043,3**	

Nguồn: TM V.2d BCTC hợp nhất Q3/2026; lãi Q1, Q2 Gemalink theo bản 06/10 (Phụ lục 1 soát xét). AAS tính.

- **Cảng hợp nhất: doanh thu Q3 1.390 tỷ (+1,2%), LN gộp 404 tỷ (–31%).** Giá vốn cảng tăng 201 tỷ, lớn hơn phần khấu hao tăng thêm. Có thể một phần chi phí bị phân loại lại giữa hai nhóm sau khi hợp nhất vận tải biển (biên gộp logistics Q3 lên 36%, khó có với vận tải biển); cộng hai nhóm, LN gộp tăng 36 tỷ (+5%), đúng như giải trình của GMD ("lợi nhuận gộp cốt lõi tăng gần 36 tỷ").
- **Gemalink 281,6 tỷ, thấp hơn Q2 (298) và giả định 300 tỷ.** Cảng đã chạy vượt công suất thiết kế; giai đoạn 2 chưa vận hành. Bản tin sản lượng Q3 của GMD chưa công bố nên chưa tách được sản lượng với giá.
- **Lãi SCSC ghi nhận 60,6 tỷ, bằng 87% của LNST SCS × 35,88% (69,6 tỷ)**, thấp hơn hệ số 0,96 đã kiểm chứng ở bản trước. Tổng lãi LDLK khớp từng đồng với KQKD, nên nếu SCSC thực ra là ~67 tỷ thì Gemalink chỉ ~275 tỷ.
- **Cơ cấu tập đoàn đổi từ 30/06/2026:** Gemadept Holding (tên cũ CJ Gemadept Shipping Holdings), Vận tải biển Gemadept, Gemadept Shipping Singapore và Malaysia, CJ Logistics Vina thành công ty con (TM VII.1b). Doanh thu và chi phí của các đơn vị này vào thẳng KQKD; trước đó chỉ có phần lãi liên doanh (~10 tỷ/6T). So sánh cùng kỳ ở các dòng doanh thu, giá vốn, chi phí quản lý vì thế không cùng phạm vi.

3 Cao su Campuchia: Q3 chưa ghi giảm, 1.139 tỷ vẫn nằm trên sổ; Q4 là quý thường ghi giảm, dự phóng cơ sở trừ 150 tỷ

Ba công ty con 100% trồng cao su ở Campuchia chưa có doanh thu sau hơn 15 năm. GMD ghi giảm giá trị vườn cây hằng năm vào "chi phí đầu tư không hiệu quả" (chi phí khác): 412,3 tỷ (2024), 407,5 tỷ (2025), 58,3 tỷ (6T/2026, khi soát xét bán niên). Trong Q3/2026, chi phí khác chỉ 4,9 tỷ; số dư XDCB cao su còn tăng 7,5 tỷ (chi thêm 11,1 tỷ, điều chỉnh khác –3,9 tỷ, nhiều khả năng là chênh lệch tỷ giá; thuyết minh quý không tách).

Tỷ đồng	31/12/2025	30/06/2026	30/09/2026	Ghi chú
XDCB dở dang: Pacific Pride, Pearl, Lotus	958,8	909,0	916,5	9T chi thêm 11,8; ghi giảm/điều chỉnh –54,1
Quyền sử dụng đất (ước phần cao su)	–	226,9	222,4	Khấu hao, chênh lệch tỷ giá
Cộng tài sản cao su trên sổ	**–**	**1.135,9**	**1.138,9**	**Chưa có doanh thu**

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 (TM V.11 quyền sử dụng đất, V.12 XDCB dở dang tr.33–34); BCTC soát xét 6T/2026; BCTC kiểm toán 2024–2025. Quyền sử dụng đất cao su 30/09 = 226,9 (30/06) – mức giảm của tổng quyền sử dụng đất trong Q3 (giả định toàn bộ phần giảm thuộc cao su). AAS tính.

Thu nhập khác ròng	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26
Tỷ đồng	−75	−305	5	−124	−107	−168	0	−46	10

Thu nhập khác – chi phí khác trên KQKD hợp nhất; phần âm lớn chủ yếu là ghi giảm vườn cao su. Nguồn: BCTC hợp nhất GMD, kho AAS; AAS tính.

- **Ghi giảm dồn về nửa cuối năm:** 2024 −75 (Q3) và −305 tỷ (Q4); 2025 −107 (Q3) và −168 tỷ (Q4). Năm 2026 mới ghi giảm 58 tỷ, thấp hơn nhiều so với nhịp ~400 tỷ/năm, nên rủi ro dồn vào Q4 khi kiểm toán năm.
- **Giả định Q4/2026:** khoản khác −150 tỷ ở kịch bản cơ sở (khoảng 16% XDCB cao su còn lại), −320 tỷ ở kịch bản thấp (cả năm ~380 tỷ, như 2024–2025), −40 tỷ ở kịch bản cao. Bản 06/10 chỉ giả định −35 tỷ/quý.
- **Không có lá chắn thuế, đi thẳng vào LNST công ty mẹ:** chi phí đầu tư không hiệu quả không được trừ khi tính thuế, và các công ty cao su do GMD sở hữu 100%. Mỗi 100 tỷ ghi giảm làm LNST công ty mẹ giảm đúng 100 tỷ (154 đ/cp).
- **Trong định giá:** ghi giảm là phi tiền mặt; SOTP vẫn cộng lại phần lỗ cao su vào lợi nhuận khối hợp nhất và định giá cao su riêng (−300 tỷ cơ sở) như bản 06/10. P/E lõi thì dùng LNST đã trừ ghi giảm (không loại khỏi lõi).

4 Q4/2026: LNST công ty mẹ ước 376 tỷ đồng (−36%), dải 93–607; cả năm 2.479 tỷ, thấp hơn bản 06/10 393 tỷ

Bảng mô phỏng kết quả kinh doanh Q4/2026 (kịch bản cơ sở)

Tỷ đồng (cơ sở)	Q3/2025	Q3/2026	Q4/2025	Q4/2026F
Doanh thu	1.560	2.210	1.625	2.250
EBIT hợp nhất	347	316	430	392
Khấu hao	−98	−138	−123	−140
EBITDA hợp nhất	445	454	554	532
Lãi LDLK	297	349	391	352
TC ròng	−25	36	96	33
Thu nhập khác	−107	10	−168	−150
LNTT	511	710	749	627
Thuế	−79	−124	−10	−110
LNST	432	586	738	516
Thiểu số	−117	−142	−146	−140
LNST cty mẹ	**315**	**444**	**592**	**376**
LNST cty mẹ so cùng kỳ	–	+41%	–	−36%

Số âm là khoản trừ. Giả định cơ sở Q4/2026F: EBIT hợp nhất bằng Q4/2025 × (1 − 9%) như mức giảm của Q3; Gemalink 285 tỷ, SCSC 62 tỷ; TC ròng 33 tỷ; ghi giảm cao su 150 tỷ (không trừ thuế); thuế 26% trên lợi nhuận ngoài liên doanh; thiểu số 140 tỷ. Q4/2025 có thuế thấp bất thường (10,5 tỷ) nên LNST cty mẹ cùng kỳ cao.

Ba kịch bản và cả năm 2026

Tỷ đồng	2025	2026F thấp	2026F cơ sở	2026F cao
LNST cty mẹ Q4	592	93	376	607
trong đó thu nhập khác Q4	−168	−320	−150	−40
Doanh thu	5.956	7.574	7.674	7.774
LNTT	2.521	3.350	3.604	3.802
LNST cty mẹ	**1.756**	**2.195**	**2.479**	**2.709**

Tỷ đồng	2025	2026F thấp	2026F cơ sở	2026F cao
LNST cty mẹ so 2025	–	+25%	+41%	+54%
LNST lõi (trừ lãi thoái vốn CJ)	1.765	1.706	1.989	2.220
EPS (đ/cp, 649,3 triệu cp)	2.704	3.381	3.817	4.172
EPS lõi (đ/cp)	2.719	2.627	3.063	3.418

2026F = 9 tháng thực tế + Q4F. LNST lõi = LNST cty mẹ – lãi thoái vốn CJ Logistics và chênh lệch hợp nhất (611,8 tỷ × 0,8); ghi giảm cao su không loại khỏi lõi. EPS tính trên 649,3 triệu cổ phiếu sau thưởng 2:1 (GDKHQ 06/10/2026).



Nguồn: BCTC hợp nhất GMD (kho AAS; Q3/2026 từ FiinX và BCTC gốc), AAS dự phóng.

Thay đổi so với bản 06/10 (kịch bản cơ sở)

Chỉ tiêu	Bản 06/10	Bản 04/11	Chênh lệch	Lý do
LNST cty mẹ Q3/2026	575	444	−131	Thay bằng BCTC
EBIT hợp nhất Q4	481	392	−90	g = −9% (theo Q3) thay vì +10%
Lãi LDLK Q4	387	352	−35	Gemalink 285 thay vì 315
Thu nhập khác Q4	−35	−150	−115	Rủi ro ghi giảm cao su cuối năm
Thuế Q4	−79	−110	−32	Thuế suất 26% thay vì 16,5% trên (LNTT − LDLK)
Thiểu số Q4	−147	−140	+7	Theo mức Q1–Q3/2026
LNST cty mẹ Q4	**638**	**376**	**−262**	
LNST cty mẹ 2026	**2.871**	**2.479**	**−393**	**Lõi 2.382 → 1.989**

- **Q4 giảm so cùng kỳ chủ yếu vì hai khoản:** thuế Q4/2025 chỉ 10,5 tỷ (thuế hoãn lại) trong khi Q4/2026F là 110 tỷ; khấu hao Nam Đình Vũ 3 kéo EBIT. Lãi liên doanh vẫn tăng (352 so 391 tỷ).
- **Phần lớn khác biệt giữa ba kịch bản nằm ở cao su:** giữa kịch bản thấp và cao, ghi giảm cao su chênh 280 tỷ trên tổng chênh 514 tỷ LNST cty mẹ Q4.

5 Định giá: giá trị hợp lý 44,3 nghìn đồng (−11%), thấp hơn bản 06/10 quy đổi sau thưởng (50,0); NẮM GIỮ, chưa mua mới

GMD thưởng cổ phiếu tỷ lệ 2:1 (50%), giao dịch không hưởng quyền ngày 06/10/2026; số cổ phiếu lưu hành sau thưởng khoảng 649,3 triệu (432,9 triệu ngày 30/09 gồm 6,4 triệu cổ phiếu ESOP phát hành trong Q3). Giá 49,7 nghìn đồng tương đương 74,6 nghìn trước thưởng. Phương pháp giữ như bản 06/10 (bình quân P/E lõi, P/B và SOTP), tính lại với LN lõi 2026F 1.989 tỷ (bản trước 2.382).

Nghìn đồng/cp	Thấp	Cơ sở	Cao	Bản 06/10 cơ sở (+1,5)
P/E lõi áp dụng (lần)	14,4	17,6	20,1	17,6
EPS lõi 2026F (đ/cp)	2.627	3.063	3.418	3.668
Theo P/E lõi	37,8	53,9	68,7	64,2
Theo P/B	41,6	48,0	54,5	49,2
SOTP (Ke 13%, đất có thời hạn)	20,5	30,9	40,4	36,6
Giá trị hợp lý (bình quân)	**33,3**	**44,3**	**54,5**	**50,0**
So giá 49,7 nghìn	−33%	−11%	+10%	–

P/E, P/B áp dụng như bản 06/10 (trung vị lịch sử). P/B trên vốn chủ cổ đông mẹ cuối 2026F (30/09 + LNST Q4F). SOTP: Gemalink theo LNST 100% 2026F, khối hợp nhất theo LN lõi trừ LDLK cộng lại lỗ cao su, SCSC theo giá thị trường (giữ như bản trước), cao su −300 tỷ. P/E lõi trượt 4 quý 14,6 lần; P/E 2026F 13,0 lần. AAS tính.

Mốc	Thời điểm	Ngưỡng	Ý nghĩa
Bản tin IR sản lượng Q3/2026	Tháng 11/2026	Miền Nam (Gemalink) < cùng kỳ	Lãi Gemalink giảm thật, không phải do chia SCSC; hạ giả định 285 tỷ/quý
BCTC kiểm toán 2026: chi phí khác Q4	Cuối tháng 1 – 3/2027	Ghi giảm cao su > 300 tỷ	Về kịch bản thấp; kiểm tra phương án thoái/chuyển đổi vườn cao su
Thuế suất ngoài liên doanh	BCTC Q4/2026	> 30%	Thuế 35% Q3 là cấu trúc mới (vận tải biển lỗ, không bù trừ)
Biên gộp cảng hợp nhất	BCTC Q4/2026	< 35%	Áp lực giá/khấu hao Nam Đình Vũ 3 kéo dài; hạ P/E áp dụng
Gemalink giai đoạn 2	Theo tiến độ dự án	Vốn 13.791 tỷ, 85% vay	Điều kiện hạ hạng của bản 06/10

AAS tổng hợp.

KHUYẾN NGHỊ

NẮM GIỮ. Giữ tỷ trọng hiện có, chưa mua mới. Giá trị hợp lý giảm từ 50,0 (bản 06/10 quy đổi sau thưởng) xuống 44,3 nghìn đồng, vùng kịch bản 33,3–54,5 nghìn đồng. Tích lũy từng phần ở 37–41 nghìn đồng (12–13,5 lần EPS lõi 2026F), mua thêm khi ≤ 37 nghìn. Điều kiện hạ hạng ở bản trước (lãi Gemalink Q3 dưới 250 tỷ) chưa xảy ra: Q3 là 281,6 tỷ. **Nâng hạng** khi lãi Gemalink trở lại ≥ 300 tỷ/quý và thuế suất ngoài liên doanh về dưới 25%. **Hạ hạng** nếu ghi giảm cao su Q4 vượt 300 tỷ cùng lúc lãi Gemalink dưới 270 tỷ.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 04/11/2026, 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.