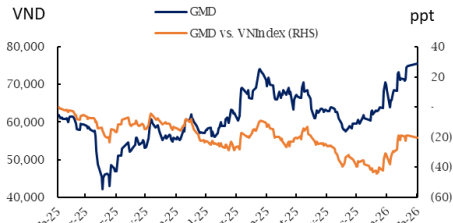


MUA

Mức tăng giá mục tiêu: **+17,9%**
 Đóng cửa: **23/02/2026**
 Giá hiện tại: **75.500 đồng**
 Giá mục tiêu 12T: **89.000 đồng**

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index



Vốn hóa thị trường (tỷ USD)	1,3
GTGD BQ 6 tháng (triệu USD)	7,6
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	426
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do (%)	90,0
Sở hữu nước ngoài (%)	39,2
Room ngoại còn lại (%)	9,8
Cổ đông lớn (%)	5,4
Nợ ròng/ VCSH 2025	Tiền mặt ròng
Giá trị sổ sách 2026E (đồng)	38.220
P/B 2026E (x) (*)	2,0
P/E 2026E (x) (*)	18,0

Tình hình tài chính:

Năm tài chính	2024A	2025A	2026E	2027E
Doanh thu (tỷ đồng)	4.832	5.946	6.998	8.059
EPS (VND)	3.295	3.617	4.191	4.590
ROA (%)	9,2	8,9	9,4	9,3
ROE (%)	12,4	11,7	12,5	12,4
Tỷ lệ chi trả (%)	60,7	55,3	47,7	43,6
Lợi suất cổ tức* (%)	2,6	2,6	2,6	2,6

Nguồn: GMD, Fiiipro-X, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

* Dựa trên giá đóng cửa ngày 23/02/2026

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Ngân Hoài An
 +84 28 3622 6868 ext 3958
An.nguyen@yuanta.com.vn

Bloomberg code: YUTA

CTCP Gemadept (GMD) Mạnh mẽ hơn bao giờ hết

KQKD Q4/2025 của GMD cực kỳ ấn tượng với doanh thu cao kỷ lục và LNST tăng gấp 1,2 lần YoY. Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 26% và nâng khuyến nghị lên MUA.

Chi tiết

Doanh thu Q4/2025 ghi nhận mức cao kỷ lục 1,6 nghìn tỷ đồng (+3,5% QoQ / +14,4% YoY). Đà tăng trưởng mạnh mẽ này chủ yếu đến từ các mảng kinh doanh cốt lõi, cụ thể như sau:

- **Mảng cảng biển:** Doanh thu Q4/2025 tăng 4% QoQ / 12% YoY lên 1,4 nghìn tỷ đồng, chiếm 89% tổng doanh thu thuần (so với mức 90% trong Q4/2024). Sự tăng trưởng của mảng này chủ yếu nhờ sản lượng hàng hóa tăng trưởng tích cực ở mức +11% QoQ / +7% YoY (không bao gồm Gemalink), phù hợp với tình hình xuất nhập khẩu mạnh mẽ của Việt Nam trong quý 4 – vốn là mùa cao điểm của hoạt động này.
- **Logistics và các mảng khác:** Doanh thu Q4/2025 giảm 3% QoQ nhưng tăng mạnh +35% YoY lên 182 tỷ đồng, chiếm 11% tổng doanh thu thuần (so với 10% trong Q4/2024)

Đóng góp lợi nhuận từ các công ty liên doanh, liên kết (+31% QoQ / +25% YoY) đạt 389 tỷ đồng, chủ yếu nhờ KQKD mạnh mẽ từ Gemalink (GML). Trong Q4/2025, GML đã đóng góp 301 tỷ đồng (+45% QoQ / +31% YoY), chiếm 77% tổng lợi nhuận từ các công ty liên doanh, liên kết của GMD, nhờ sản lượng tăng 5% QoQ / 19% YoY.

LNST của cổ đông công ty mẹ (PATMI) tăng vọt 63% QoQ / gấp 1,2 lần YoY lên 513 tỷ đồng trong Q4/2025, được hỗ trợ bởi biên lợi nhuận gộp mở rộng mạnh mẽ thêm 4,7 điểm phần trăm QoQ / 2,9 điểm phần trăm YoY, đạt mức 47%.

Kết quả kinh doanh năm 2025 vượt xa dự báo, cụ thể:

Doanh thu năm 2025 đạt 5,9 nghìn tỷ đồng (+23% YoY), vượt 23% kế hoạch cơ sở của ban lãnh đạo và cao hơn 17% so với dự báo của chúng tôi.

PATMI năm 2025 đạt 1,7 nghìn tỷ đồng (+15% YoY / +41% YoY nếu loại trừ khoản lợi nhuận bất thường 336 tỷ đồng từ thoái vốn cảng Nam Hải trong Q1/2024), vượt 14% so với dự báo của chúng tôi.

Việc tăng khoảng 10% phí dịch vụ cảng nước sâu bắt đầu từ ngày 01/02 sẽ tiếp tục tạo động lực tăng trưởng cho biên lợi nhuận của GMD.

Quan điểm

Chúng tôi nâng khuyến nghị cho GMD lên MUA và tăng giá mục tiêu thêm 26% lên 89.000 đồng, tương đương TSSL kỳ vọng 12 tháng là 20,5% (đã bao gồm tỷ suất cổ tức tiền mặt là 2,6%). Chúng tôi cũng nâng dự báo doanh thu và PATMI năm 2026 lần lượt thêm 25% và 24%.

Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với mức P/E dự phóng cho năm 2026 là 21,2x (PEG 1,3x), cao hơn một chút so với mức trung vị của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực là 21,1x. Khuyến nghị trước đó của chúng tôi là [NĂM GIỮ -- Khả quan](#).

Rủi ro: Tiến độ triển khai Gemalink giai đoạn 2 bị chậm trễ và việc chuyển các chuyến bay quốc tế sang sân bay Long Thành là những rủi ro chính cần lưu ý.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Cập nhật các diễn biến gần đây & định giá

Tăng phí dịch vụ cảng nước sâu từ tháng 02/2026. Bộ Xây dựng gần đây đã phê duyệt khung giá dịch vụ bốc dỡ container tại các cảng nước sâu khu vực Cái Mép – Thị Vải và Lạch Huyện với mức tăng khoảng 10% so với biểu giá hiện hành. Biểu giá mới này có hiệu lực từ ngày 01/02/2026. Chúng tôi kỳ vọng sự điều chỉnh tăng này sẽ hỗ trợ tích cực cho biên lợi nhuận thuần của GMD trong thời gian tới.

Điều chỉnh kế hoạch dự án Gemalink Giai đoạn 2 và 3:

1. Gemalink Giai đoạn 2 (GML 2, trước đây gọi là Giai đoạn 2A)

GMD đã lùi thời điểm khởi công GML 2 sang Q2/2026 (thay vì kế hoạch ban đầu là Q4/2025), do các thủ tục hành chính kéo dài hơn dự kiến sau khi điều chỉnh dự án.

Ban lãnh đạo đã nâng công suất thiết kế của GML 2 lên 1 triệu TEU/năm (từ mức 800.000 TEU/năm công bố trước đó). Dự án dự kiến sẽ bắt đầu vận hành thương mại vào cuối năm 2027.

Ngoài ra, Cục Hàng hải Việt Nam và Bộ Xây dựng đã đề xuất kéo dài cầu cảng của GML về phía thượng lưu và hạ lưu để kết nối với hai cảng lân cận là SP-SSA và SSIT (vui lòng tham khảo [báo cáo KQKD Q3/2025](#) để biết thêm chi tiết). Nếu đề xuất này được phê duyệt, công suất Giai đoạn 2 sẽ tăng thêm ít nhất 500.000 TEU mỗi năm, nâng tổng công suất lên mức 1,5 triệu TEU mỗi năm.

2. Gemalink Giai đoạn 3 (GML 3, trước đây gọi là Giai đoạn 2B)

Ban lãnh đạo đã nâng công suất thiết kế của GML 3 lên 1 triệu TEU/năm so với kế hoạch ban đầu là 900.000 TEU/năm. Bên cạnh đó, GMD đã đề xuất điều chỉnh thiết kế để kéo dài cầu cảng và mở rộng bãi container nhằm tiếp nhận cùng lúc 3–4 tàu.

Ban lãnh đạo kỳ vọng kế hoạch điều chỉnh sẽ được phê duyệt trong Q2/2026, sau đó GMD dự kiến sẽ khởi công GML 3 và phát triển song song cả hai giai đoạn (thay vì kế hoạch ban đầu là hoàn thành GML 2 mới bắt đầu xây dựng GML 3).

Theo đó, GML 3 dự kiến sẽ đi vào hoạt động sau một năm kể từ khi GML 2 vận hành.

Ở giai đoạn này, chúng tôi chưa đưa GML 3 vào mô hình định giá do thiếu thông tin chi tiết. Vui lòng tham khảo [báo cáo lần đầu](#) được xuất bản vào tháng 08/2025 để biết thêm thông tin chi tiết về dự án GML 2 và GML 3.

Tiến độ thoái vốn 24% cổ phần tại Cảng Gemalink. Ban lãnh đạo cho biết họ đang chờ đợi hoàn tất toàn bộ các thủ tục cấp phép cho GML trước khi tiếp tục đàm phán với các đối tác tiềm năng cho thương vụ chuyển nhượng này.

Chúng tôi nâng khuyến nghị lên MUA cho GMD và tăng giá mục tiêu thêm 26% lên 89.000 đồng. Giá mục tiêu của chúng tôi được tính toán dựa trên phương pháp kết hợp mô hình định giá FCFF (70%) và so sánh P/E (30%). Mức giá này tương đương TSSL kỳ vọng 12 tháng là 20,5%, bao gồm mức tăng giá cổ phiếu 17,9% và tỷ suất cổ tức tiền mặt là 2,6%.

Bảng 1. Tóm tắt định giá

Phương pháp	GMT	Tỷ trọng	Upside
FCFF	89.241	70%	18,2%
Hệ số P/E	88.437	30%	17,1%
Kết quả	89.000	100%	17,9%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Giá định dựa trên phương pháp FCFF của chúng tôi bao gồm WACC là 8,5%. Việc định giá thận trọng này dựa trên chi phí nợ là 4,0% chi phí vốn chủ sở hữu là 10,3% và mức tăng trưởng bền vững (terminal growth) khiêm tốn là 3%.

Bảng 2: Định giá FCFF

FCFF	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
EBIT	1,844	2,088	2,752	3,603	4,655	5,868	7,285
Less: Tax	(433)	(476)	(581)	(714)	(876)	(1,062)	(1,278)
add: Depreciation	431	449	468	487	506	525	545
less: FCInvestment (Capex)	(1,468)	(1,800)	(1,836)	(1,873)	(1,910)	(1,948)	(1,987)
less: WCInvestment	158	70	27	29	23	20	15
Free cash flow	532	331	830	1,532	2,397	3,403	4,580
Present value	495	284	655	1,114	1,606	2,101	2,605
Present value FCF 2025E-2031E	8,861						
Terminal value	48,393						
PV of terminal value	27,525						
Total present value	36,385						
less: debt	(2,582)						
Add: cash	4,257						
Equity value	38,061						
Outstanding shares (000)	426						
Intrinsic value/share	89,241						

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Việc nâng khuyến nghị chủ yếu dựa trên các nguyên nhân sau:

- Chúng tôi chuyển định giá sang cuối năm 2026;
- Chúng tôi nâng dự báo doanh thu và PATMI năm 2026 lần lượt thêm 25% và 24%, đạt mức 7,0 nghìn tỷ đồng (+18% YoY) và 1,9 nghìn tỷ đồng (+16% YoY). Kết quả kinh doanh năm 2025 của công ty đã vượt kỳ vọng và chúng tôi dự báo đà tăng trưởng tích cực này sẽ tiếp tục duy trì trong thời gian tới.
- Phí dịch vụ cảng nước sâu dự kiến tăng khoảng 10% từ tháng 02/2026, như đã phân tích ở trên; và
- Tác động từ thuế quan đối ứng của Mỹ ít tiêu cực hơn so với những lo ngại ban đầu, điều này được phản ánh qua hoạt động thương mại mạnh mẽ của Việt Nam trong năm 2025.

Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam năm 2025 tăng 18,2% YoY, đạt 930 tỷ USD (Nguồn: TCTK). Trong đó, sản lượng container thông qua các cảng biển tăng 11% YoY, ước đạt 34,4 triệu TEU (Nguồn: Cục Hàng hải và Đường thủy Việt Nam).

Chúng tôi đã đưa các triển vọng lạc quan này vào mô hình định giá, bao gồm các dự phóng dòng tiền cho đến năm 2032.

. Bảng dưới đây thể hiện độ nhạy của kết quả định giá dựa trên FCFF với các giả định khác nhau về WACC và mức tăng trưởng bền vững.

Bảng 3: Phân tích độ nhạy

	89,241	Terminal growth				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
6.5%	127,510	140,516	157,192	179,344	210,203	
7.5%	98,308	105,894	115,150	126,694	141,495	
WACC 8.5%	78,849	83,616	89,241	95,983	104,207	
9.5%	65,154	68,309	71,947	76,187	81,191	
10.5%	55,118	57,290	59,751	62,561	65,801	

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Ngoài ra, chúng tôi áp dụng bội số P/E mục tiêu là 21,1x cho năm 2026, tương đương với mức trung vị của các công ty cùng ngành trong khu vực.

Dự báo của chúng tôi cho năm tài chính 2026 của GMD tương đương với ROA 9,4% và ROE 12,5%, cả hai chỉ số này đều tương đương với mức trung vị của các doanh nghiệp cùng ngành.

Bảng 4. P/E của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực

Ticker	Country	Name	Market Cap (USD)	Gross margin (%)	Operating margin (%)	TTM PE	Est 2026E P/E (x)	5 Year AVR P/E	Est 2026E ROA (%)	Est 2026E ROE (%)	Current Net debt/Equity
ADSEZ	INDIA	Adani Ports & Special Economic	39,903	--	48.1	31.7	26.9	29.5	9.7	18.3	67.9
ICT	PHILIPPINES	International Container Termin	22,538	--	54.0	24.2	22.8	39.6	13.5	58.2	152.5
600018	CHINA	Shanghai International Port Gr	16,967	35.5	27.4	8.7	8.4	9.3	--	9.5	10.1
601018	CHINA	Ningbo Zhoushan Port Co Ltd	11,489	29.3	18.1	18.3	--	15.0	--	--	14.5
6198	CHINA	Qingdao Port International Co	8,665	35.4	28.7	8.2	8.3	6.1	--	12.6	Net cash
ACV	VIETNAM	Airports Corp of Vietnam JSC	7,679	61.4	55.1	18.8	14.6	122.1	11.9	11.2	Net cash
JSWINFRA	INDIA	JSW Infrastructure Ltd	6,202	--	38.3	38.9	36.2	--	9.0	14.3	22.9
WPRTS	MALAYSIA	Westports Holdings Bhd	5,180	54.5	44.5	20.4	18.0	17.7	13.5	26.6	5.1
601000	CHINA	TangShan Port Group Co Ltd	3,739	46.7	35.1	14.9	13.7	10.1	7.1	8.5	Net cash
000582	CHINA	Beibuwan Port Co Ltd	3,428	32.1	24.2	21.6	21.1	13.3	3.5	6.3	36.9
HPHT	HONG KONG	Hutchison Port Holdings Trust	1,916	67.9	36.1	19.9	21.8	19.4	0.7	2.6	40.5
TRPC	INDIA	Transport Corp of India Ltd	920	--	7.6	19.3	18.0	16.7	14.9	18.6	Net cash
VTP	VIETNAM	Viettel Post Joint Stock Corp	533	4.8	2.2	46.9	24.8	31.9	7.3	--	Net cash
HAH	VIETNAM	Hai An Transport & Stevedoring	385	38.6	35.7	8.8	9.9	8.1	14.9	22.3	29.9
VSC	VIETNAM	Vietnam Container Shipping JSC	318	30.3	15.8	25.5	29.4	19.9	2.8	5.8	12.2
TMS	VIETNAM	Transimex Corp	276	15.7	6.9	21.5	34.4	24.4	--	--	24.4
Median			4,459	35.5	31.9	20.2	21.1	17.7	9.3	12.6	24.4
GMD	VIETNAM	Gemadept Corp	1,285	46.0	49.0	18.0	18.0	23.9	9.4	12.5	Net cash

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam (Dữ liệu tại ngày 23/02/2026)

Rủi ro đối với khuyến nghị của chúng tôi:

Rủi ro địa chính trị. Căng thẳng trong quan hệ Mỹ – Trung, các lệnh trừng phạt đối với Nga, cũng như những diễn biến gần đây tại Venezuela và Iran có thể làm gián đoạn chuỗi cung ứng và tăng sức ép lên tăng trưởng thương mại toàn cầu, từ đó có khả năng ảnh hưởng đến sản lượng hàng hóa thông qua các cảng biển.

Tuy nhiên, chúng tôi tin tưởng mạnh mẽ rằng Việt Nam sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng đang diễn ra, điều này có thể giúp giảm thiểu phần nào các rủi ro nêu trên trong trung hạn.

Khả năng chậm trễ trong tiến độ dự án GML 2. Chúng tôi dự báo GML 2 sẽ khởi công vào Q2/2026 và bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận từ năm 2028, phù hợp với định hướng của ban lãnh đạo.

Bất kỳ sự chậm trễ nào so với lộ trình dự kiến đều có thể tác động tiêu cực đến triển vọng lợi nhuận trung và dài hạn của GMD. Do đó, những sự chậm trễ như vậy sẽ tiềm ẩn rủi ro giảm giá đối với các dự báo và ước tính định giá hợp lý của chúng tôi.

Chính sách di dời cụm ICD Trường Thọ. UBND TP.HCM đã ban hành chính sách di dời cụm ICD Trường Thọ về khu vực Long Bình (Quận 9 cũ) vào năm 2030.

Hiện chúng tôi chưa có thông tin chi tiết về quy trình di dời và kế hoạch thực hiện. Vì vậy, chúng tôi chưa đưa rủi ro này vào mô hình định giá, nhưng đây có thể là một rủi ro làm giảm triển vọng doanh thu và lợi nhuận dài hạn của GMD.

Rủi ro từ việc chuyển toàn bộ các chuyến bay quốc tế sang Sân bay Long Thành. Chính phủ hiện có kế hoạch chuyển toàn bộ các chuyến bay quốc tế có lộ trình trên 1.000 km sang Sân bay Long Thành, trong khi Sân bay Tân Sơn Nhất sẽ chỉ phục vụ các chuyến bay nội địa và các chuyến bay quốc tế dưới 1.000 km.

Theo đó, nếu SCS không giành được bất kỳ hợp đồng khai thác nhà ga hàng hóa nào tại Long Thành, đây sẽ là thông tin rất tiêu cực cho cả SCS và GMD, vì khoảng 80% thông lượng hàng hóa của SCS là đến từ các chuyến bay quốc tế. Trong năm 2025, lợi nhuận từ SCS chiếm 13% PAT của GMD.

Tuy nhiên, hiện vẫn chưa có lộ trình chính thức cho việc chuyển đổi này. Theo dự thảo, quá trình chuyển đổi dự kiến hoàn tất vào năm 2030, cho thấy SCS vẫn còn đủ thời gian để tìm kiếm các giải pháp chiến lược.

Ở giai đoạn này, chúng tôi chưa đưa khả năng giành được hợp đồng tại Long Thành hay việc chuyển đổi các chuyến bay quốc tế vào mô hình định giá

Các chất xúc tác hỗ trợ tăng giá. Chúng tôi chưa đưa bất kỳ giá trị, lợi nhuận hay dòng tiền đóng góp nào từ các yếu tố sau vào mô hình định giá:

(1) Dự án mở rộng GML 3;

(2) Các khoản lợi nhuận bất thường từ việc thoái vốn mảng cao su và bất động sản;

(3) Hợp đồng tiềm năng từ việc SCS tham gia vào Nhà ga hàng hóa số 1 tại Sân bay Quốc tế Long Thành; và

(4) Khả năng tham gia vào dự án trọng điểm quốc gia – Trung tâm logistics Cái Mép Hạ.

Tuy nhiên, chúng tôi xem những mảng này là chất xúc tác tăng giá tiềm năng. Nếu GMD phát triển thành công GML 3 đúng tiến độ (tức là trong vòng 3 năm tới), và giành được các hợp đồng cho một hoặc nhiều dự án quốc gia nêu trên, những diễn biến này có thể làm tăng đáng kể lợi nhuận dài hạn và giá trị tài sản - mang lại tiềm năng tăng giá hơn nữa cho cổ phiếu.

PROFIT AND LOSS (VND bn)					
FY Dec 31 (VND'bn)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Revenue	3,846	4,832	5,946	6,998	8,059
Port operation	2,909	4,191	5,253	6,250	7,222
Logistics	936	631	682	737	825
Office rental	1	10	10	11	12
Cost of goods sold	(2,068)	(2,697)	(3,230)	(3,804)	(4,335)
Gross profits	1,778	2,135	2,715	3,194	3,724
Operating expenses	(661)	(822)	(1,088)	(1,351)	(1,636)
Operating profits	1,117	1,313	1,627	1,844	2,088
Net interest expenses	1,786	276	116	118	111
Net investments income/(loss)	274	829	1,156	1,388	1,508
Net other incomes	(30)	(320)	(393)	(463)	(533)
Pretax profits	3,147	2,099	2,506	2,887	3,174
Income taxes	(614)	(175)	(282)	(386)	(429)
Minority interests	283	468	547	558	575
Net profits	2,251	1,455	1,677	1,943	2,128
EBITDA	1,513	1,719	2,044	2,275	2,538
EPS (VND)	7,141	3,295	3,617	4,191	4,590

KEY RATIOS					
	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Growth (% YoY)					
Sales	-1.3%	25.6%	23.0%	17.7%	15.2%
Port operation	1884.2%	44.1%	25.3%	19.0%	15.5%
Logistics	99.8%	-32.6%	8.2%	8.0%	12.0%
Office rental	-98.7%	611.8%	0.0%	6.0%	6.0%
Operating profit	6.2%	17.6%	23.9%	13.3%	13.3%
EBITDA	4.7%	13.6%	18.9%	11.3%	11.5%
Net profit	126.4%	-35.3%	15.2%	15.9%	9.5%
EPS (VND)	135.3%	-53.8%	9.8%	15.9%	9.5%
Profitability ratio (%)					
Gross margin	46.2	44.2	45.7	45.6	46.2
Operating margin	29.0	27.2	27.4	26.3	25.9
EBITDA margin	39.3	35.6	34.4	32.5	31.5
Net margin	58.5	30.1	28.2	27.8	26.4
ROA	16.9	9.2	8.9	9.4	9.3
ROE	25.5	12.4	11.7	12.5	12.4
Stability					
Net debt/equity (%)	1.4	-20.5	-12.7	-10.3	-10.1
Int. coverage (x)	8.3	9.4	15.1	15.8	15.3
Int. & ST debt coverage (x)	3.1	4.5	6.3	8.3	7.7
Cash conversion days	-53.0	-13.0	-10.8	-13.0	-14.5
Current ratio (X)	1.8	3.2	2.6	2.3	2.3
Quick ratio (X)	1.7	3.1	2.6	2.3	2.3
Net cash/(debt) (VND mn)	(133)	2,818	1,886	1,676	1,814
Efficiency					
Days receivable outstanding	53	45	39	37	37
Days inventory outstanding	13	10	10	9	9
Days payable outstanding	120	68	59	59	60

BALANCE SHEET (VND bn)					
FY Dec 31 (VND'bn)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Total assets	13,546	17,998	19,777	21,664	24,041
Cash & cash equivalents	1,472	3,964	1,618	1,468	1,898
ST Investment	359	1,021	2,657	2,789	2,929
Accounts receivable	1,193	1,236	1,396	1,477	1,598
Inventories	68	83	86	100	114
Other current assets	288	369	353	353	353
Net fixed assets	4,166	4,033	5,630	7,254	8,689
Others	6,000	7,291	8,038	8,223	8,460
Total liabilities	3,814	4,226	4,917	5,364	5,999
Current liabilities	1,915	2,101	2,350	2,666	2,944
Accounts payable	518	487	566	666	759
ST debts	445	422	308	369	443
Long-term liabilities	1,898	2,125	2,567	2,698	3,055
Long-term debts	1,518	1,745	2,082	2,213	2,570
Others	380	380	485	485	485
Shareholder's equity	9,732	13,772	14,860	16,301	18,042
Share capital	3,059	4,140	4,265	4,265	4,265
Treasury stocks	-	-	-	-	-
Others	616	705	742	288	297
Retained earnings	2,964	3,617	4,158	5,092	6,197
Minority interest	1,152	1,390	1,775	2,266	2,894

CASH FLOW (VND bn)					
FY (VND'bn)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Operating cash flow	804	2,811	4,135	2,628	2,850
Net income	2,251	1,455	1,677	1,943	2,128
Dep. & amortisation	396	406	417	431	449
Change in working capital	(1,575)	70	217	158	70
Others	(268)	880	1,825	95	203
Investment cash flow	(4)	(2,753)	(5,975)	(2,118)	(1,998)
Net capex	(543)	(37)	(1,962)	(1,653)	(1,468)
Change in LT investment	1,150	(1,291)	(746)	(185)	(237)
Change in other assets	(610)	(1,425)	(3,267)	(279)	(293)
Cash flow after invt.	801	58	(1,840)	510	852
Financing cash flow	(694)	2,435	(506)	(661)	(422)
Change in share capital	45	3,059	125	-	-
Net change in debt	(66)	204	222	192	431
Change in other LT liab.	(673)	(828)	(853)	(853)	(853)
Net change in cash flow	107	2,493	(2,346)	(151)	430
Beginning cash flow	1,364	1,472	3,964	1,618	1,468
Ending Cash Balance	1,472	3,964	1,618	1,468	1,898

KEY METRICS					
	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
PE (x)	10.6	22.9	20.9	18.0	16.4
Diluted PE (x)	10.6	22.9	20.9	18.0	16.4
PB (x)	2.4	2.3	2.2	2.0	1.8
EBITDA/share	4,946	4,152	4,793	5,334	5,950
DPS	2,200	2,000	2,000	2,000	2,000
Dividend yield (%)	2.9	2.6	2.6	2.6	2.6
EV/EBITDA (x)	15.4	16.5	14.8	13.4	12.0
EV/EBIT (x)	20.8	21.7	18.6	16.6	14.6

Source: Company data, YSVN

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2019 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu
Seoul, Korea 100-845

Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

For U.S. persons only: This research report is a product of Yuanta Securities Vietnam Limited Company, under Marco Polo Securities 15a-6 chaperone service, which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Research reports are intended for distribution only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a-6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, Yuanta Securities Vietnam Limited Company has entered into a chaperoning agreement with a U.S. registered broker-dealer, Marco Polo Securities Inc. ("Marco Polo").

Transactions in securities discussed in this research report should be affected through Marco Polo or another U.S. registered broker dealer.

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

Di Luu

Analyst (Consumer)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext.3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

An Nguyen

Analyst (Ports, Logistics & Chemicals)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3958)

an.nguyen@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey

Head of Institutional Sales

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3835)

lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

dat.bui@yuanta.com.vn

Tuan-Anh Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

vi.truong@yuanta.com.vn