

**GMD – PHÙ HỢP  
THỊ TRƯỜNG**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 06/09/2021)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	53.000
KLGD TB 10 ngày	4.934.740
Vốn hoá (tỷ đồng)	15.973
Số lượng CPLH	301.377.957

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

**Phạm Hồng Quân**  
phquan@vcbs.com.vn  
+84-4 3936 6990 ext 7183

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS  
[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**VCBS Bloomberg Page:**  
<VCBS><go>

**ĐẨY MẠNH ĐẦU TƯ CÁC DỰ ÁN MỚI**

**Triển vọng kinh doanh:**

- **Kỳ vọng giai đoạn tăng trưởng mới đối với nhóm cảng tại Hải Phòng:** Những hạn chế về luồng nước tại cảng Lạch Huyện và dự thảo quy hoạch mới dự kiến sẽ giúp giảm thiểu áp lực cạnh tranh tại khu vực Hải Phòng. Đây là cơ hội để GMD khởi động lại kế hoạch đầu tư các giai đoạn tiếp theo tại cảng Nam Đình Vũ.
- **Cảng Gemalink bắt đầu đem về lợi nhuận trong nửa cuối năm:** Từ tháng 05.2021 cảng Gemalink đã bắt đầu vượt qua điểm hòa vốn và dự kiến đem về lợi nhuận trong 2 quý cuối năm 2021. Giai đoạn 2 của dự án dự kiến cũng sẽ được triển khai ngay từ cuối năm nay.
- **Tăng cường đầu tư hạ tầng logistics tại Miền Nam:** GMD sẽ đẩy mạnh kế hoạch đầu tư thêm đội tàu sông, các bến thủy, ICDs, trung tâm logistics tại khu vực phía Nam nhằm xây dựng chuỗi giá trị đầy đủ và tăng thêm lợi thế cạnh tranh cho hệ thống cảng của doanh nghiệp.

**Đánh giá:** Với những diễn biến phức tạp của dịch Covid trong các tháng cuối năm và giá thị trường của cổ phiếu GMD đã phản ánh phần nào triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp trong 1 năm tới, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** đối với cơ hội đầu tư cổ phiếu GMD với mức định giá hợp lý là **53.897 VNĐ/ cổ phiếu**.

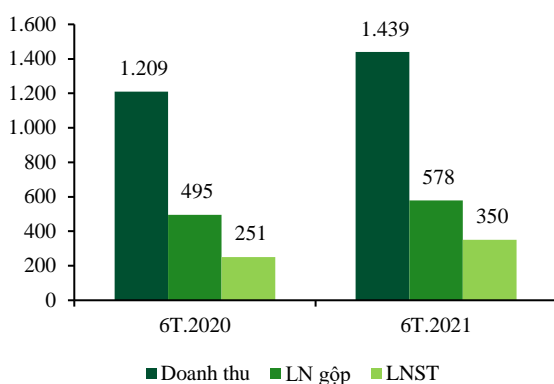
Chỉ tiêu tài chính	2019	2020	2021F	2022F
DTT (tỷ đồng)	2.643	2.604	3.093	6.408
+/- yoy (%)	-2,39%	-1,48%	18,78%	107,21%
LN công ty mẹ (tỷ đồng)	517	366	572	654
+/- yoy (%)	-72,02%	-29,28%	56,54%	14,28%
VCSH (tỷ đồng)	6.567	6.601	6.722	6.924
TS LN gộp (%)	38,32%	36,50%	41,17%	34,99%
TS LNST (%)	23,22%	16,81%	24,68%	13,61%
ROA – TTM (%)	6,06%	4,44%	7,17%	3,15%
ROE – TTM (%)	9,34%	6,63%	11,35%	12,60%
EPS - TTM (đồng)	1.602	1.133	1.709	1.953

**CẬP NHẬT KQKD 6T.2021**

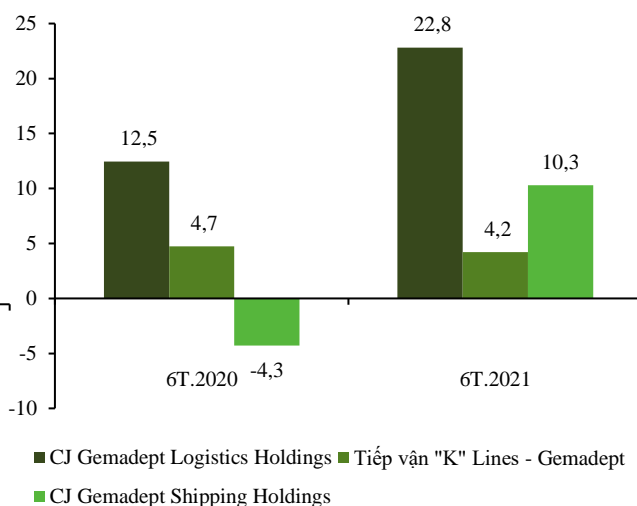
**Doanh thu 6T.2021 đạt 1.439 tỷ đồng (+19,0% yoy)**, được thúc đẩy chủ yếu bởi doanh thu lĩnh vực khai thác cảng nhờ sự hồi phục đà tăng trưởng của hoạt động xuất nhập khẩu. Sản lượng hàng container thông qua hệ thống cảng của GMD trong nửa đầu năm đạt 1,2 triệu TEU, tăng trưởng 55% so với cùng kỳ – gấp đôi mức tăng trưởng của toàn ngành.

**LNST đạt 350 tỷ đồng, tăng trưởng 39,4% so với cùng kỳ.** Biên lợi nhuận cải thiện tích cực nhờ: (1) Giảm thiểu trong chi phí lãi vay và chi phí quản lý doanh nghiệp; (2) Lãi từ các doanh nghiệp liên kết trong mảng vận tải tăng trưởng mạnh nhờ môi trường kinh doanh thuận lợi.

**Hình 1: Kết quả kinh doanh hợp nhất của GMD (đv: tỷ đồng)**



**Hình 2: Lợi nhuận phân bổ từ một số doanh nghiệp liên kết lớn trong lĩnh vực vận tải của GMD (đv: tỷ đồng)**



*Nguồn: GMD, VCBS tổng hợp*

**TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2021**

**Kỳ vọng giai đoạn tăng trưởng mới đối với nhóm cảng tại Hải Phòng**

Tại khu vực Hải Phòng, GMD hiện đang vận hành 3 cảng sông là cảng Nam Hải, Nam Hải Đình Vũ và Nam Đình Vũ. Trong đó cảng Nam Đình Vũ với vị trí địa lý thuận lợi nằm sát cửa biển, độ sâu luồng nước lớn kỳ vọng là động lực tăng trưởng quan trọng của GMD với tổng công suất thiết kế lên đến 1,5 triệu TEU (chia làm 3 giai đoạn). Trong vài năm gần đây, tốc độ tăng trưởng của nhóm cảng trên chịu áp lực không nhỏ từ tình hình cạnh tranh trong khu vực, đặc biệt khi cảng nước sâu HICT (Lạch Huyện) tăng cường thu hút nhóm tàu cỡ trung và trực tiếp cạnh tranh với các cảng sông.

Tuy vậy, chúng tôi đánh giá áp lực cạnh tranh trong khu vực sẽ được giảm thiểu và nhóm cảng sông của GMD kỳ vọng sẽ ghi nhận xu hướng tăng trưởng trở lại về thị phần trong giai đoạn tới nhờ các yếu tố:

- Đặc điểm địa lý tại khu vực Lạch Huyện khiến vùng nước trước cảng nước sâu đang bị phù sa bồi lắng nặng nề, trong khi công tác nạo vét của chính quyền địa phương khá chậm chạp và không theo kịp tốc độ bồi lắng của luồng nước. Điều này khiến độ sâu luồng nước tại cảng HICT không còn dễ dàng đáp ứng điều kiện để phục vụ tàu có quy mô lớn. Do vậy, nhiều

hãng tàu đang nhanh chóng tái cơ cấu lại tuyến đường và cỡ tàu, trong đó ưu tiên sử dụng tàu cỡ trung cho các tuyến vận tải tới Hải Phòng. Đây là cơ hội cho các cảng sông trong khu vực để thu hút nguồn hàng và gia tăng thị phần.

- Quy hoạch khu cảng nước sâu Lạch Huyện dự kiến sẽ có những thay đổi lớn. Cụ thể theo dự thảo quy hoạch mới, số lượng cầu bến và công suất thiết kế được điều chỉnh giảm mạnh so với quy hoạch năm 2014. Trong trường hợp dự thảo được thông qua, cảng HICT và các bến cảng tiếp theo tại Lạch Huyện sẽ không còn nhiều áp lực cạnh tranh với các cảng sông, và qua đó giúp giảm thiểu cạnh tranh về giá trong khu vực.

**Bảng 1: Một số thay đổi trong dự thảo quy hoạch cảng nước sâu Lạch Huyện**

Tiêu chí	Quy hoạch năm 2014	Dự thảo quy hoạch mới
<b>Số lượng bến container</b>		
Đến năm 2025	6	5 - 6
Đến năm 2030	16	10 - 12
<b>Số lượng bến tổng hợp</b>		
Đến năm 2025	3	2
Đến năm 2030	7	3
<b>Chiều dài trung bình của cảng</b>	<b>750 m</b>	<b>950 m</b>
<b>Sản lượng thông qua</b>		
Đến năm 2025	35 tr tấn/ năm	31 – 35 tr tấn/ năm
Đến năm 2030	118 tr tấn/ năm	76 – 85 tr tấn/ năm

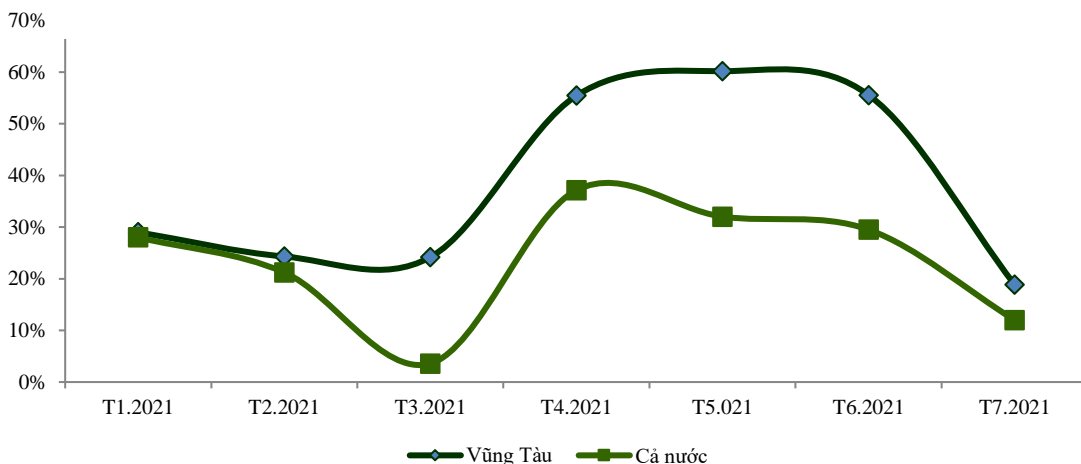
*Nguồn: Cục Hàng Hải Việt Nam, Bộ GTVT, VCBS tổng hợp*

Với việc môi trường kinh doanh tại Hải Phòng được cải thiện tích cực, GMD đang đẩy mạnh trở lại kế hoạch đầu tư trong khu vực. Cụ thể, giai đoạn 2 cảng Nam Đình Vũ dự kiến sẽ được khởi công ngay từ cuối năm 2021 và hoàn thành vào cuối năm 2022. Với công suất thiết kế 500.000 TEU/ năm, dự án kỳ vọng mang đến dư địa tăng trưởng dồi dào cho nhóm cảng của công ty tại Hải Phòng trong ít nhất 2-3 năm tới.

### **Cảng Gemalink bắt đầu đem về lợi nhuận trong nửa cuối năm**

Được đưa vào vận hành từ đầu năm 2021, cảng Gemalink tại Cái Mép (Vũng Tàu) đã đạt được kết quả hoạt động rất tích cực nhờ: (1) Sản lượng khai thác hàng hóa tại Cái Mép tăng mạnh nhờ tăng trưởng trong hoạt động xuất khẩu tới Mỹ & châu Âu và xu hướng dịch chuyển nguồn hàng từ cụm cảng nội thành TP.HCM; (2) Phần lớn các cảng trong khu vực đã hoạt động vượt công suất thiết kế. Cụ thể, sản lượng hàng container tại Gemalink trong 8T.2021 đạt gần 500.000 TEU và cảng đã bắt đầu có lãi từ tháng 05.2021 – nhanh hơn 1 năm so với dự kiến ban đầu của doanh nghiệp.

**Hình 3: Tăng trưởng hàng hóa container thông qua cảng biển tại Vũng Tàu và Cả nước**



*Nguồn: Cục Hàng Hải Việt Nam, VCBS tổng hợp*

Trong nửa cuối năm 2021, cảng Gemalink dự báo sẽ đem về lợi nhuận khoảng 90 tỷ đồng cho GMD – tăng mạnh so với mức lỗ 37 tỷ đồng trong nửa đầu năm, qua đó là nguồn động lực quan trọng đến KQKD Quý 3&4 của doanh nghiệp. Với thành công trên, công ty dự kiến triển khai giai đoạn 2 của dự án ngay từ cuối năm nay với công suất thiết kế 900.000 TEU/ năm và sẽ đi vào hoạt động từ năm 2023.

#### **Tăng cường đầu tư hạ tầng logistics tại Miền Nam**

Trong giai đoạn tới, GMD có kế hoạch triển khai mạnh các dự án đầu tư hạ tầng sau cảng và dịch vụ logistics tại khu vực phía Nam. Cụ thể, trong nửa đầu năm 2021, GMD đã hạ thủy 2 tàu vận tải container đường sông với công suất 248 TEU – lớn nhất Đông Nam Á hiện nay. Doanh nghiệp dự kiến sẽ tiếp tục đầu tư thêm 8 tàu mới để gia tăng năng lực vận tải hàng hóa giữa Gemalink tới cảng sông, ICDs, điểm tập kết hàng hóa trong khu vực. Đồng thời, công ty cũng đẩy mạnh kế hoạch đầu tư thêm các bến thủy, ICD và hệ thống trung tâm phân phối gần các khu công nghiệp tại Miền Nam.

Với lợi thế sở hữu cảng nước sâu Gemalink và hệ thống cảng Bình Dương, Phước Long với hiệu quả hoạt động cao, vị trí kết nối thuận lợi và hệ thống logistics đang được đầu tư mạnh, GMD sẽ trở thành một trong những doanh nghiệp logistics có chuỗi dịch vụ đầy đủ và quy mô lớn nhất khu vực phía Nam bên cạnh Tân Cảng Sài Gòn và Vinalines. Điều này mang đến lợi thế cạnh tranh vượt trội cho GMD trong việc điều chỉnh giá cước, thu hút nguồn hàng và giành quyền đầu tư các dự án mới trong khu vực.

## **DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ**

### **Dự phóng**

Trong năm 2021, VCBS dự phóng **GMD đạt doanh thu 3.093 tỷ đồng (+18,8% yoy). Lợi nhuận cho cổ đông công ty mẹ đạt 572 tỷ đồng (+56,5% yoy), tương ứng EPS là 1.709 VNĐ.**

### **Định giá**

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu GMD dựa trên phương pháp định giá tương đối P/B và chiết khấu dòng tiền FCFF. Đối với phương pháp P/B, chúng tôi sử dụng mức P/B trung bình được giao dịch của các doanh nghiệp tương đồng trên thị trường và đưa ra kết quả định giá là **48.370 VNĐ/ cổ phiếu.**

**Bảng 2: Định giá cổ phiếu GMD theo phương pháp P/B**

Doanh nghiệp	P/B
PHP	2,05
SGP	3,33
VSC	1.63
CLL	1,66
TMS	1,95
CQN	1,72
CCR	2,11
<b>Trung bình</b>	<b>2,14</b>
BVPS 2021 (VNĐ)	22.638
<b>Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>48.370</b>

Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi sử dụng mức lãi suất chiết khấu WACC 10,96% và đưa ra mức định giá hợp lý là **59.425 VNĐ**.

**Bảng 3: Định giá cổ phiếu GMD theo phương pháp FCFF**

tỷ VNĐ	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
FCFF	413	947	1.932	2.369	1.957
Chiết khấu	401	833	1.534	1.690	1.259
Giá trị vĩnh viễn	16.066				
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>21.778</b>				
Nợ vay ròng	1.810				
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2.059				
Giá trị vốn chủ sở hữu	17.909				
<b>Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>59.425</b>				

Kết hợp 2 phương pháp theo tỷ trọng 50:50, chúng tôi đưa ra mức định giá hợp lý của cổ phiếu GMD là **53.897 VNĐ/ cổ phiếu**.

**Bảng 4: Kết hợp 02 phương pháp định giá**

Phương pháp	Giá (VNĐ/CP)	Tỷ trọng
P/B	<b>48.370</b>	50%
FCFF	<b>59.425</b>	50%

Giá hợp lý	53.897
------------	--------

## KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Với vị thế quy mô lớn, sở hữu chuỗi dịch vụ, hạ tầng logistics đầy đủ và trải dài cả nước, cùng với động lực tăng trưởng mới từ cảng Gemalink, GMD là một trong những doanh nghiệp được hưởng lợi lớn từ xu hướng tăng trưởng của ngành cảng biển và vị thế ngày càng cao của Việt Nam như một trung tâm sản xuất quan trọng của thế giới.

Trong nửa cuối năm 2021, hoạt động kinh doanh của GMD dự báo sẽ duy trì kết quả tích cực nhờ cảng Gemalink bắt đầu có lợi nhuận. Tuy vậy tình hình dịch Covid-19, hoạt động giãn cách xã hội đặc biệt tại các tỉnh phía Nam và giá cước vận tải biển cao sẽ đặt áp lực không nhỏ đến hoạt động xuất nhập khẩu và sản lượng tại cảng biển trong các tháng cuối năm. Đồng thời, chúng tôi cho rằng giá thị trường của cổ phiếu GMD đã phản ánh phần nào triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp trong 1 năm tới. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** đối với cơ hội đầu tư cổ phiếu GMD với mức định giá hợp lý là **53.897 VNĐ/ cổ phiếu**.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Trần Minh Hoàng**  
Trưởng phòng  
Phân tích và Nghiên cứu  
tmhoang@vcbs.com.vn

**Mạc Đình Tuấn**  
Trưởng Bộ phận  
Phân tích Doanh nghiệp  
mdtuan@vcbs.com.vn

**Phạm Hồng Quân**  
Chuyên viên  
Phân tích  
phquan@vcbs.com.vn

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<b>Trụ sở chính Hà Nội</b>	Tầng 12 & 17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
<b>Chi nhánh Hồ Chí Minh</b>	Lầu 1 & 7, Toà nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
<b>Chi nhánh Đà Nẵng</b>	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
<b>Chi nhánh Cần Thơ</b>	Tầng 1, Toà nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
<b>Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng</b>	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
<b>Phòng Giao dịch Giảng Võ</b>	Tầng 1, Toà nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
<b>Văn phòng Đại diện An Giang</b>	Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
<b>Văn phòng Đại diện Đồng Nai</b>	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
<b>Văn phòng đại diện Vũng Tàu</b>	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
<b>Văn phòng đại diện Hải Phòng</b>	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630