

## Vài nét về doanh nghiệp

GMD là một trong những DN cung cấp dịch vụ logistics lớn nhất VN, có hoạt động từ đầu đến cuối chuỗi giá trị ngành. HDKD chính là cảng biển, sau khi thoái dần mảng logistics.

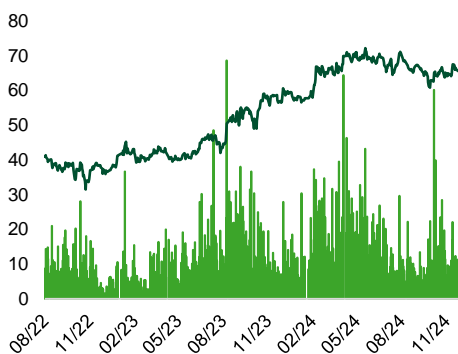
### Khuyến nghị

Giá mục tiêu	<b>66.931</b>
Tiềm năng tăng giá	+2%

### Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Cảng biển
Thị giá (18/12/2024)	65.500
Biến động 1 năm	48 – 73
KLGD bình quân 15D (tr.cp)	1,2
Vốn hóa (Tỷ đồng)	27.074
P/E	10,7x
P/B	1,9x
%NN sở hữu	48,9%

### Diễn biến giá



	1T	3T	12T
<b>GMD</b>	0%	1%	16%
<b>VNIndex</b>	4%	0%	15%

### Tỷ lệ sở hữu

SSJ Consulting	10%
Lê Thúy Hương	5%
KIM VN	3,7%

## Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Thu Hằng

[ntthang-hcm@vcbs.com.vn](mailto:ntthang-hcm@vcbs.com.vn) - 028 3820 8116 ext 644

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

## TRIỂN KHAI GEMALINK GD 2A CHẬM HƠN SO VỚI KẾ HOẠCH

### ĐÁNH GIÁ:

Chúng tôi khuyến nghị **GMD** với giá mục tiêu **66.931 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 17.x.

### CẬP NHẬT KQKD:

**9T.2024:** DTT đạt 3.421 tỷ đồng (+21,6% yoy) và LNST CT mẹ đạt 1.225 tỷ đồng (-41,9% yoy). Nếu loại trừ thu nhập bất thường từ thoái cảng Nam Hải Đình Vũ ghi nhận vào Q2.2023 (1.800 tỷ đồng) thì ước tính lợi nhuận từ hoạt động chính của GMD 9T.24 đã tăng trưởng 43% yoy.

LN từ CT LD, LK đạt 503 tỷ đồng (+279,6% yoy).

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Về dài hạn chúng tôi đánh giá GMD vẫn khá tích cực với triển vọng từ cảng nước sâu Gemalink có vị trí thuận lợi nhất tại khu vực Cái Mép-Thị Vải, cũng như xu hướng size tàu container lớn ngày càng tăng. Tại khu vực Hải Phòng, việc hoàn thành nâng cấp luồng kênh Hà Nam giúp tàu có tải trọng lên đến 48.000 DWT giúp gia tăng cạnh tranh của cảng Nam Đình Vũ so với các cảng cùng khu vực.

Chúng tôi hạ giá mục tiêu chủ yếu do tốc độ mở rộng công suất Gemalink GD 2A chậm hơn so với kế hoạch.

Chỉ tiêu tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F
DTT (tỷ đồng)	3.898	3.846	4.625	4.972
Tăng trưởng DT	+21,6%	-1,3%	+20,3%	+7,5%
LNST (tỷ đồng)	994	2.222	1.414	1.345
Tăng trưởng LNST	+62,4%	+123,5%	-36,4%	-4,9%
Nợ/TTS (%)	39,0%	28,3%	23,3%	21,4%
TS LN gộp (%)	44,1%	46,2%	44,5%	45,0%
ROE – TTM (%)	12,5%	22,9%	12,5%	10,4%
EPS - TTM (đồng)	3.298	7.262	3.902	3.249

**CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 9T.2024**

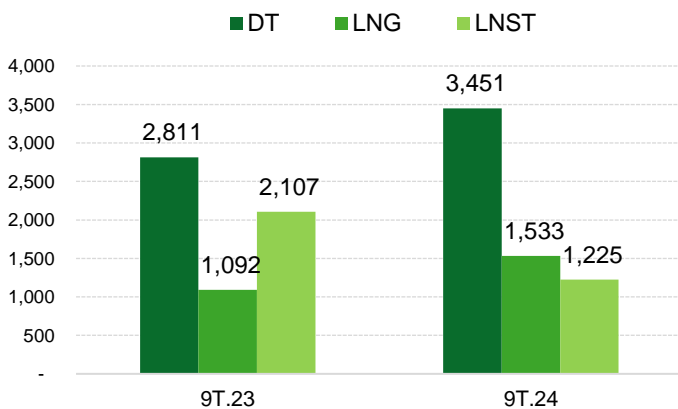
**Kết quả kinh doanh 9T.2024**

Tiêu chí	Q3.2023	Q3.2024	% YoY	9T.2023	9T.2024	%YoY	Nguyên nhân
Doanh thu	998	1.264	26,7%	2.812	3.421	+21,6%	Doanh thu Q3.24 tích cực tăng 21,6% chủ yếu từ mảng cảng biển tăng mạnh 40,5% nhờ sản lượng thông qua tăng cao, trong khi mảng logistics kém khả quan giảm 36,7% yoy.
- Cảng	780	1.095	+40,5%	2.118	2.924	+38,1%	9T.24: DT tăng 21,6% yoy đạt 3.421 tỷ đồng và LNST đạt 1.225 tỷ đồng tăng 31,8% yoy.
- Logistics	219	139	-36,7%	694	497	-28,4%	
LNST CĐ CT mẹ	254	335	+31,8%	2.107	1.225	-41,9%	Q3.24: LNST CT mẹ tăng mạnh 31,8% yoy đạt 335 tỷ đồng. Thu nhập từ CT LK tăng mạnh 325% đạt 222 tỷ đồng cũng đóng góp lớn vào KQKD. Nhờ vào LN từ SCS và cảng Gemalink tích cực.  9T.24: LNST CT mẹ giảm do Q2.2023 ghi nhận LN đột biến từ thoái vốn cảng Nam Hải Đình Vũ (LN 1.840 tỷ đồng). Nếu tính HĐKD cốt lõi thì LNNT ước tính tăng trưởng 64,6% yoy.
Biên gộp	46,6%	46,0%	-58 bps	48,0%	44,8%	-322 bps	Biên gộp Q3.24 duy trì tốt chủ yếu từ biên gộp của mảng cảng tăng mạnh trong khi đó biên mảng logistics giảm mạnh.  Biên gộp 9T.24: đạt 44,8%, giảm 3,2 điểm phần trăm, do biên của mảng logistics giảm mạnh.

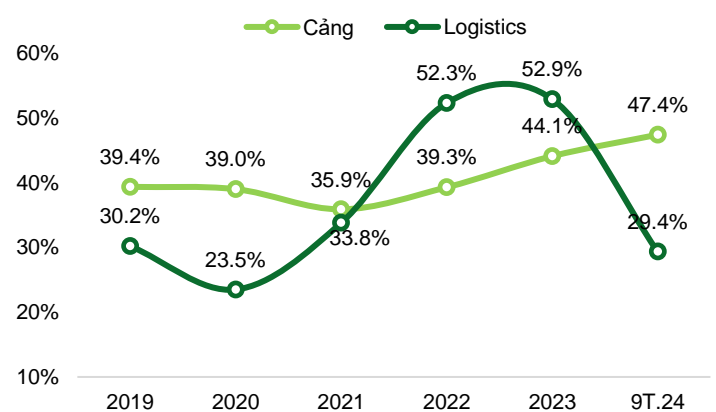
**Q3.2024:** DTT đạt 1.264 tỷ đồng (+26,7% yoy), LNST CT mẹ đạt 335 tỷ đồng (+31,8% yoy). DT tăng chủ yếu do mảng cảng tăng mạnh 40,4% yoy, trong đó sản lượng tại cảng Nam Đình Vũ (Hải Phòng) tăng mạnh 18,5% yoy và Gemalink tăng mạnh 47% yoy.

LN từ CT LD, LK tăng mạnh đạt 222 tỷ đồng (+324,7% yoy), chủ yếu LN từ CT LK SCS.

**Kết quả kinh doanh của GMD**



**Biên LNG**



Nguồn: GMD, VPA, VCBS tổng hợp

**Sản lượng thông qua Q3.2024**

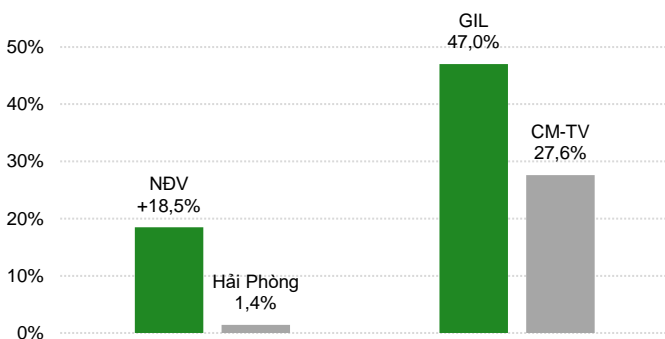
SLTQ Q3/2024 của Gemalink khá tích cực. GIL tăng trưởng 47,0% yoy đạt 611.744 TEUs, tăng cao so với bình quân khu vực CM-TV chỉ tăng 27,6% yoy. Trong khi đó NĐV cũng khá tích cực tăng 18,5% yoy đạt 331.657 TEUs, so với mức tăng bình quân của khu vực Hải Phòng là 1,4% (chủ yếu nhờ vào cảng nước sâu HICT tăng 30,6% yoy).

Chúng tôi cho rằng cảng NĐV tăng sản lượng thông qua là phần lớn nhờ vào việc chuyển khách hàng từ cảng Nam Hải Đình Vũ (đã bán cho VSC vào T5/2023) sang là chủ yếu, NĐV chưa thu hút được thêm nhiều khách hàng mới hoặc từ các đối thủ khác. (NĐV GD 2 được chính thức vận hành vào cuối T5/2023). Cảng GIL tiếp tục tích cực tăng mạnh nhờ vào việc

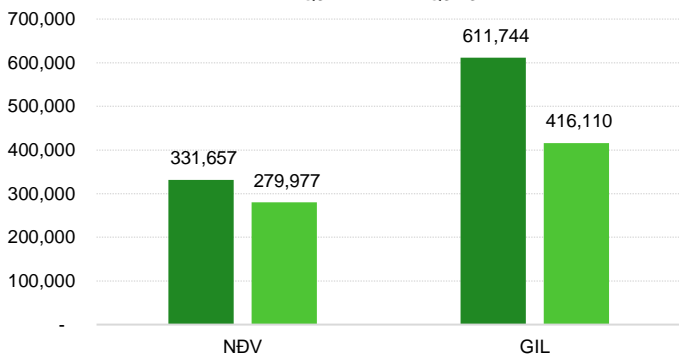
ngheñ cãng trong khu vực cũng như việc tăng nhu cầu vận chuyển để né Thuế của Mỹ lên hàng hóa Trung Quốc...

T10.2024 sản lượng của Nam Đình Vũ và Gemalink khá tốt, tăng trưởng tương ứng 63,8% yoy và 13,2% yoy. Chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn việc tăng nhu cầu nhập khẩu hàng trước do lo ngại việc tổng thống Trump áp Thuế quan sấp tới và rủi ro tiềm tàng từ cuộc đình công cảng bờ Đông Mỹ (sau 15/01/2025) sẽ tác động tích cực đến sản lượng các cảng trong Q4.2024 và đầu 2025.

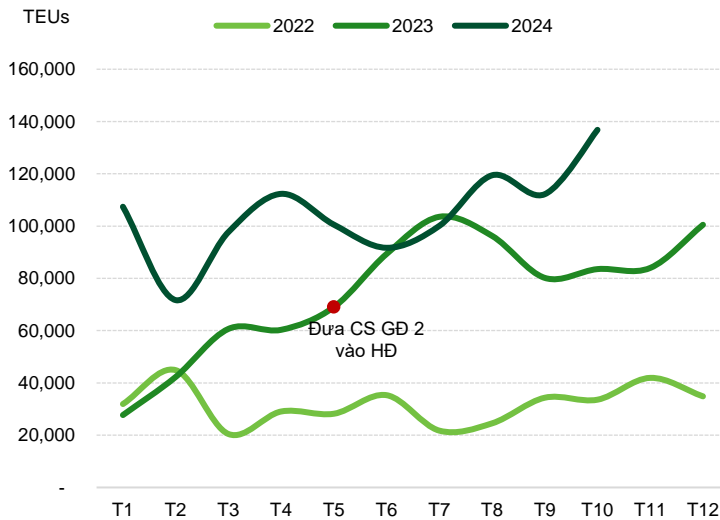
**Tăng trưởng SLTQ Q3.2024 của GMD so với bq cụm cảng trong khu vực**



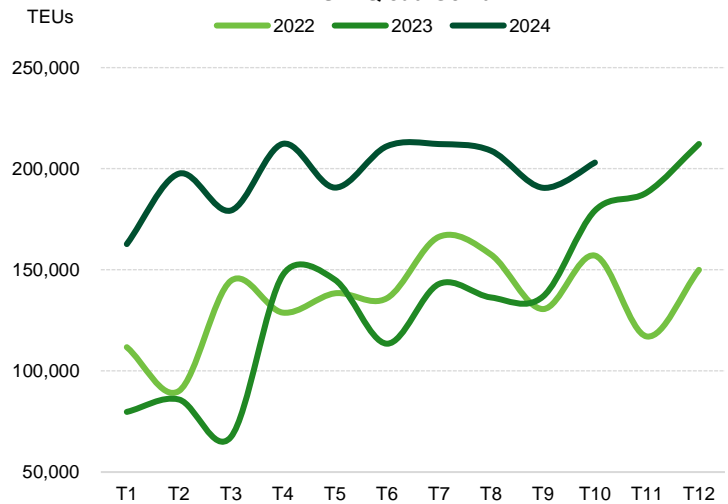
**SLTQ Q3.2024**



**SLTQ của Nam Đình Vũ**



**SLTQ của Gemalink**



Nguồn: GMD, VPA, VCBS tổng hợp, (\*GIL: bao gồm SL bốc xếp sà lan)

**TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP**

**Tiến độ mở rộng công suất NĐV và GIL**

**Cảng NĐV GD 3:** đã hoàn tất thủ tục pháp lý, hiện tại GD3 đang tiến hành thi công và dự kiến bắt đầu hoạt động từ tháng 12/2025. Công suất tăng thêm là **800.000 TEU (tăng 67% CS hiện tại)**, vốn đầu tư 2.800 tỷ đồng trong đó nguồn vốn vay 70%, vốn chủ sở hữu 30%. Sau khi nâng cấp luồng Hà Nam vào Q3 vừa qua thì NĐV đã có thể đón tàu lên hơn 48.000 DWT.

**Cảng Gemalink GD 2A:** sẽ bị chậm so với KH ban đầu, do GMD muốn kéo dài chiều dài bến hơn so với thiết kế đã được phê duyệt trước đó để tăng khả năng đón tàu lớn hơn. GD 2A sẽ bắt đầu xây dựng vào Q2.2025 (KH cũ: 12/2024) và đi vào hoạt động vào Q3.2026 (KH cũ: 12/2025) sau 1 năm xây dựng. GD 2B sẽ bắt đầu xây dựng sau khi GD 2A đạt khoảng 70% công suất.

**Phát hành cổ phiếu huy động  
 3.014 tỷ đồng**

Giữa tháng 10/2024, GMD đã chốt phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 3:1 (phát hành gần 103,5 triệu cp) với giá 29.000 đồng/cp. Ngày 12/12 GMD đã hoàn thành đợt tăng vốn và thu được 3.014 tỷ đồng. Mục đích gồm: **(1) 2.213 tỷ đồng mua sắm TSCĐ** (gồm 3 tàu size 1.800 TEUs, 7 sà lan 248 TEU và 2 cần cầu STS), **(2): trả nợ vay** ngân hàng 231 tỷ đồng và **(3) góp vốn vào cảng Nam Đình Vũ 558 tỷ đồng.**

**Triển vọng 2025**

Thị trường container đã trải qua một đợt cao điểm giá cước bắt đầu từ tháng 5 với giá cước tăng cao và kéo dài liên tục suốt gần 3 tháng. Việc giá cước tàu container tăng mạnh dẫn đến tình trạng kẹt cảng tại các cảng lớn do gián đoạn chuỗi cung ứng tại thượng nguồn. Chúng tôi cho rằng phần lớn nguyên nhân đến từ nhu cầu muốn xuất khẩu sớm để tránh việc áp thuế mạnh lên nhiều hàng hóa Trung Quốc của Mỹ chứ không phải từ nhu cầu tiêu dùng tăng cao.

Việc tắc nghẽn các cảng lớn vừa qua có lợi ngắn hạn cho các cảng nước sâu tại Việt Nam. Với thời gian nghẽn cảng làm chi phí các tàu đợi bến tại cảng lớn sẽ cao hơn so với việc chọn các cảng khác như tại Việt Nam để dỡ hàng.

**Trong 2025, nguồn cung tại khu vực Hải Phòng sẽ chịu nhiều áp lực hơn là khu vực CM-TV** khi dự kiến có cảng nước sâu Lạch Huyện 3-4 (của PHP) và 5-6 (của Hateco) dự kiến đi vào hoạt động.

Đồng thời, việc tái cấu trúc lại liên minh các hãng tàu lớn trên thế giới cũng sẽ ảnh hưởng đến các cảng của Việt Nam ([BC ngành cảng Q3.2024](#)). **Việc sắp xếp lại các tuyến dịch vụ cũng như các chuyển động hợp tác giữa các liên minh hãng tàu trong trung hạn sẽ tác động lớn đến sản lượng các cảng trong nước.**

Mặc dù liên minh Ocean là liên minh duy nhất không có thay đổi nào và không phải thay đổi nhiều tuyến dịch vụ hiện hữu (Ocean đã ký kết gia hạn đến 2032). Tuy nhiên việc MSC mong muốn hợp tác với các đối thủ khác của GMD như với PHP và SGP và sẽ có thể dịch chuyển sản lượng về các đối tác này sẽ có thể ảnh hưởng đến sản lượng của Nam Đình Vũ và Gemalink.

**Triển vọng dài hạn**

**Chúng tôi cho rằng căng thẳng thương mại và thay đổi các liên minh hãng tàu là 2 yếu tố ảnh hưởng lớn đến ngành cảng từ 2025 trở đi.** Với chiến thắng lớn của Trump ngành vận tải biển hay cảng biển sẽ chuẩn bị cho thay đổi lớn trong những năm tới. Do ngành cảng là ngành phụ thuộc vào thương mại quốc tế, chúng tôi cho rằng nguồn của hàng hóa vận chuyển sẽ biến động nhưng không hoàn toàn là tiêu cực nếu như các nước Châu Á trong đó có Việt Nam đạt được những thỏa thuận song phương với Mỹ thì điều đó có nghĩa là nhu cầu tấn-dậm dài hơn và lưu lượng theo cả 2 chiều.

**Về dài hạn:** chúng tôi cho rằng trong cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung thì **các quốc gia ĐNA có vẻ sẽ là nước hưởng lợi.** Theo số liệu thì hàng hóa NK bằng container vào Mỹ từ Châu Á vẫn tiếp tục tăng trong 7 năm qua (2017-2024) từ lúc Mỹ áp Thuế từ 2018. Trong đó, **Việt Nam**, Hàn và Thái Lan ghi nhận mức tăng trưởng lớn nhất về thị phần và khối lượng (**VN tăng thị phần từ 6,9%-2017 lên đến 14,3%-2024**). Nhật Bản, Đài Loan và Philippines chứng kiến thị phần giảm. Bên cạnh đó chúng tôi cho rằng xu hướng **giao thương nội khu vực cũng sẽ tăng** khi phản ứng với Thuế quan sẽ làm nhu cầu gửi hàng hóa bán thành phẩm sang các nước không chịu Thuế như ĐNA để hoàn thiện và vận chuyển đến các thị trường khác.

**Cảng Nam Đình Vũ:** chúng tôi cho rằng tại cụm Hải Phòng vẫn tiếp tục chịu áp lực tăng công suất của 2 cảng nước sâu là Lạch Huyện 3-4 với công suất 1,1 triệu TEUs (của PHP)

và Lạch Huyện 5-6 với công suất 1,83 triệu TEUs (của Hateco). Dự kiến 2 cảng trên sẽ đi vào hoạt động từ 2025, trong đó **PHP đã ký hợp tác với hãng tàu TIL** (thuộc MSC là hãng tàu lớn nhất TG với thị phần 20%) và **Hateco đã ký hợp tác với AMPT** (thuộc Maersk là hãng lớn thứ 2 TG với thị phần 15%).

**Cảng GIL:** triển vọng tích cực với xu hướng các hãng tàu sử dụng tàu có kích thước lớn để tiết kiệm chi phí vận chuyển, cũng như số lượng tàu mới bổ sung của Top 10 hãng tàu vẫn đa số là tàu size lớn lên đến 250.000 DWT (25.000 TEU) thì các cảng nước sâu sẽ được hưởng lợi. Trong cụm CM-TV thì Gemalink có vị trí thuận lợi nhất và có chiều dài bến có thể tiếp nhận 2 tàu mẹ cùng lúc (GD 2A chiều dài lên 1.5km) so với các cảng khác tại khu vực. Ngoài ra việc CMA-CGM (lớn thứ 3 TG với thị phần 12,7%) sở hữu 25% giúp cam kết đảm bảo nguồn hàng ổn định cho GIL khi GD 2A đi vào hoạt động.

Tại cụm CM-TV chưa có áp lực nguồn cung tăng từ khu Cái Mép Hạ và Cái Mép Hạ Hạ Lưu. Tuy nhiên trong trung và dài hạn, nếu như **cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ** được triển khai xây dựng sớm sẽ tạo không ít áp lực cạnh tranh đối với GIL.

## DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

**Dự phóng KQKD 2024-2025 như sau:** Chúng tôi dự phóng DTT 2024 đạt 4.625 tỷ đồng (+20,3% yoy), LNST đạt 1.414 tỷ đồng (-36,4% yoy); 2025: DTT đạt 4.972 tỷ đồng (+7,5% yoy) và LNST đạt 1.345 tỷ đồng (-4,9% yoy). Biên gộp 2024: 44,5%; 2025: đạt 45,0% (2023: 46,2%).

### Định giá

Chúng tôi định giá cho GMD trong 2025 như sau. Chúng tôi sử dụng phương pháp SoTP cho cổ phiếu GMD bao gồm: hoạt động kinh doanh cốt lõi là cảng biển, logistics, (2) từ các CT LDLK, (3) từ các tài sản không thuộc hoạt động cốt lõi như cao su... Giá mục tiêu của GMD là **66.931 đồng/cp**.

Mảng hoạt động	Phương pháp	Giá trị VCSH	Tỷ lệ sở hữu GMD	Chiết khấu	Giá trị đóng góp
<b>1. Core: cảng &amp; logistics</b>	FCFF	<b>17.508</b>	<b>100%</b>	0%	<b>17.508</b>
<b>2. Logistics &amp; Shipping JVs</b>		<b>19.618</b>			<b>9.212</b>
SCSC	P/E & FCFE	7.638	36,4%	40%	1.669
CJ GMD Logistics	PE	1,144	49,1%	0%	562
CJ GMD Shipping	BV	447	51,0%	0%	228
Gemalink	FCFF	10.389	65,0%	0%	6.753
<b>3. TS khác</b>		<b>1.953</b>			<b>989</b>
Khoản đầu tư khác	BV	346			346
Cao su	BV	1,607	100%	60%	643
<b>Tổng</b>					<b>27,708</b>
<b>SL CPLH (triệu cp)</b>					<b>413,98</b>
<b>Giá mục tiêu</b>					<b>66.931</b>

---

## RỦI RO ĐẦU TƯ

---

Triển vọng SCS (CT liên kết) tham gia đầu tư 20% vào dự án cảng hàng hóa tại sân bay quốc tế Long Thành chưa rõ ràng.

Nhu cầu tiêu dùng tại các thị trường xuất khẩu lớn như Mỹ và EU giảm.

Căng thẳng thương mại giữa Mỹ-Trung và biện pháp trả đũa về Thuế quan giữa các nước sau khi bầu cử tổng thống Mỹ sẽ tác động đến vận tải container cũng như sản lượng thông qua tại các nước.

Cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ (đã được phê duyệt qui hoạch vào T5/2024) được tiến hành xây dựng nhanh tạo áp lực cạnh tranh cho GIL tại khu vực CM-TV.

Cảng nước sâu Lạch Huyện 3-4 (của PHP) và 5-6 (của Hateco) dự kiến bắt đầu hoạt động vào 2025 tạo áp lực cạnh tranh ngày càng cao tại khu vực Hải Phòng.

Cảng Tuas GD 1 (Singapore) thu hút đạt tối đa công suất (giảm cơ hội cho các cảng nước sâu tại Việt Nam).

---

## 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.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
<b>MUA</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
<b>BÁN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 12 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

**Trần Minh Hoàng**

Giám đốc phân tích

[tmhoang@vcbs.com.vn](mailto:tmhoang@vcbs.com.vn)

**Mạc Đình Tuấn**

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

[mdtuan@vcbs.com.vn](mailto:mdtuan@vcbs.com.vn)

**Nguyễn Thị Thu Hằng**

Chuyên viên phân tích

[ntthang-hcm@vcbs.com.vn](mailto:ntthang-hcm@vcbs.com.vn)

**CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>