

## Ngành Cảng biển: Sản lượng qua cảng tăng mạnh nhờ nhu cầu hồi phục

**Chê Thị Mai Trang**

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp  
trang.ctmai@hsc.com.vn  
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

**Võ Thị Ngọc Hân, CFA**

Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp  
han.vtn@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 314

- Trong 5 tháng đầu năm 2024, sản lượng hàng hóa qua các cảng biển tại ba trung tâm container chính của Việt Nam tăng 21% so với cùng kỳ nhờ nhu cầu phục hồi mạnh mẽ và trên mức nền thấp của năm ngoái. Các cảng tại khu vực Cái Mép Thị Vải (CMTV) có KQKD vượt trội với sản lượng tăng ấn tượng 36% so với cùng kỳ trong giai đoạn này.
- Cảng nước sâu Gemalink (GIL, GMD sở hữu 65% cổ phần) – đặt tại CMTV – tiếp tục mở rộng thị phần nhờ vị trí lý tưởng và cơ sở vật chất hiện đại bậc nhất. Cảng này cũng được hưởng lợi từ tình trạng tắc nghẽn tại các cảng Singapore.
- HSC nâng khuyến nghị đối với GMD lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) với giá mục tiêu mới là 91.300đ (tăng 5% do điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận), tương đương tiềm năng tăng giá 12%. Dự báo mới cho thấy LNTT từ HĐKD cốt lõi của GMD sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 23%.

### Sản lượng hàng hóa qua cảng biển tăng mạnh trong 5 tháng đầu năm 2024

Cả ba trung tâm container của Việt Nam đều ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng mạnh mẽ trong 5 tháng đầu năm 2024. Cái Mép Thị Vải (CMTV), Hải Phòng (HP) và Thành phố Hồ Chí Minh (TP.HCM) đạt mức tăng trưởng sản lượng lần lượt 36%, 20% và 13% so với cùng kỳ. Sự cải thiện mạnh mẽ nhất ở CMTV được hỗ trợ khi nhu cầu tại thị trường Mỹ và EU phục hồi sau giai đoạn giảm hàng tồn kho từ Q3/2022 đến Q2/2023.

Trong số tất cả các cảng ở khu vực CMTV, GIL có mức tăng trưởng ấn tượng với sản lượng tăng gấp đôi so với cùng kỳ và mở rộng thị phần lên 27,2% trong 5 tháng đầu năm 2024 từ 18,6% trong 5 tháng đầu năm 2023 và 20,9% trong cả năm 2023. Cảng này đã giành thêm ba tuyến dịch vụ mới từ Q4/2023 nhờ vị trí chiến lược và cơ sở vật chất hiện đại trong khu vực CMTV, giúp GMD có khả năng tiếp nhận tàu có kích thước lớn nhất lên đến 250.000 DWT.

### Tình trạng tắc nghẽn tại cảng Singapore có lợi cho các cảng nước sâu của Việt Nam

Tình trạng tắc nghẽn tại cảng Singapore từ tháng 5/2024 đã làm tăng sản lượng hàng hóa qua các cảng nước sâu của Việt Nam, bao gồm cả GIL. Do tình trạng tắc nghẽn tại cảng Singapore, các hãng tàu đang đưa tàu đến các cảng khác trong khu vực để tránh tàu cập bến trễ tại Singapore. Vấn đề tắc nghẽn có thể sẽ còn kéo dài trong những tháng tới khi mùa cao điểm đến. Dựa trên giả định này, HSC dự báo sản lượng của GIL sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong nửa cuối năm 2024.

### Nạo vét luồng Kênh Hà Nam: Lợi thế cạnh tranh cho GMD

GMD đang nạo vét luồng Kênh Hà Nam để tăng độ sâu từ -7 mét hiện tại lên -8,5 mét. Dự kiến sẽ hoàn thành vào giữa tháng 7. Khi hoàn thành, cảng Nam Đình Vũ (NDV, GMD sở hữu 60% cổ phần) của GMD sẽ có thể tiếp nhận tàu lên đến 48.000 DWT, kích thước tàu lớn nhất có thể tiếp nhận tại các cảng trên sông Hải Phòng. Điều này sẽ tạo ra lợi thế cạnh tranh cho GMD và giúp công ty thu hút thêm các tuyến dịch vụ tại cảng NDV.

### Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng đối với GMD

HSC nâng khuyến nghị đối với GMD lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) với giá mục tiêu mới là 91.300đ (tiềm năng tăng giá 12%) sau khi tăng bình quân 7% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi năm 2024-2026 sau khi đưa vào mô hình dự báo những tác động tích cực từ tình trạng tắc nghẽn cảng đối với GIL và triển vọng tốt hơn cho cảng NDV sau khi nạo vét luồng Kênh Hà Nam. GMD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,8 lần, cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 18,5 lần. HSC cho rằng GMD xứng đáng được định giá lại với mặt bằng cao hơn trên cơ sở triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ.

*Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 3/7/2024.*

| Mã CK | Giá (đồng) | Khuyến nghị   |         | Giá mục tiêu (đồng) |            | Tiềm năng tăng/giảm (%) | P/E (lần) |       | EV/EBITDA (lần) |       | L.suất cổ tức (%) |       |
|-------|------------|---------------|---------|---------------------|------------|-------------------------|-----------|-------|-----------------|-------|-------------------|-------|
|       |            | Mới           | Cũ      | Mới                 | Th.đổi (%) |                         | 2024F     | 2025F | 2024F           | 2025F | 2024F             | 2025F |
| GMD   | 81,500     | Tăng tỷ trọng | Nắm giữ | 91,300              | 4.22       | 12.0                    | 18.6      | 17.5  | 15.1            | 14.5  | 3.60              | 3.27  |

Giá cổ phiếu tại ngày 2/7/2024.  
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

## Mục lục

### Nhu cầu phục hồi thúc đẩy sản lượng; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng đối với GMD 3

Hoạt động thương mại mạnh mẽ hỗ trợ sản lượng hàng hóa qua các cảng biển 3

Nâng khuyến nghị đối với GMD lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) 5

### Báo cáo thành phần

CTCP Gemadept (GMD) 6

---

## Nhu cầu phục hồi thúc đẩy sản lượng; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng đối với GMD

Sản lượng hàng hóa qua các cảng biển đã cải thiện mạnh mẽ từ đầu năm đến nay nhờ vào những cải thiện cơ bản trong hoạt động thương mại sau thời kỳ giảm hàng tồn kho. HSC nâng Khuyến nghị đối với GMD lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) vì đây là đơn vị hưởng lợi nhiều nhất khi nhu cầu phục hồi nhờ vị thế dẫn đầu trong hệ thống cảng biển và logistic. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu GMD nhờ triển vọng lợi nhuận tốt do vị trí chiến lược của các dự án đầu tư, tình hình tài chính vững mạnh và chiến lược tập trung của BLD.

### Hoạt động thương mại mạnh mẽ hỗ trợ sản lượng hàng hóa qua các cảng biển

Tổng sản lượng hàng hóa qua ba trung tâm container chính của Việt Nam trong 5 tháng đầu năm 2024 đã tăng mạnh 21% so với cùng kỳ, đạt 8,98 triệu TEU (Bảng 1) nhờ vào sự cải thiện đáng kể của hoạt động thương mại, được hỗ trợ bởi mức nền thấp của năm ngoái trong giai đoạn giảm hàng tồn kho của các thị trường xuất khẩu chính. Trong ba trung tâm, CMTV vượt trội với mức tăng trưởng sản lượng mạnh mẽ nhất trong khi HP và HCM tăng trưởng chậm hơn do sự khác biệt về thị trường xuất khẩu chính của các khu vực. Chi tiết như sau:

#### CMTV ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng cao nhất, nhờ nhu cầu từ Mỹ và EU phục hồi

Trong ba trung tâm chính, sản lượng hàng hóa qua CMTV trong 5 tháng đầu năm 2024 đạt mức phục hồi cao nhất là 36% so với cùng kỳ. Trong 5 tháng đầu năm 2023, lưu lượng container của khu vực này đã bị ảnh hưởng và giảm 24% so với cùng kỳ do nhu cầu chậm chạp tại thị trường Mỹ và EU, vì các thị trường này đóng góp 90% tổng số hàng hóa được xuất khẩu tại khu vực này.

GIL, cảng nước sâu của GMD (GMD sở hữu 65% cổ phần), trong 5 tháng đầu năm 2024 đã đạt mức tăng trưởng ấn tượng nhất 650.000 TEU (tăng gấp đôi so với cùng kỳ). Do đó, thị phần của cảng này đã mở rộng mạnh lên 27,2% trong 5 tháng đầu năm 2024 từ 18,6% trong 5 tháng đầu năm 2023 và 20,9% trong cả năm 2023 (Bảng 2).

Sự tăng trưởng mạnh mẽ của GIL chủ yếu là nhờ vào các tuyến dịch vụ mới mà cảng nhận được kể từ Q4/2023. Khi các hãng tàu đang tăng kích thước tàu để tiết kiệm chi phí vận chuyển, lợi thế của việc tiếp nhận tàu có kích thước lớn nhất lên đến 250.000 DWT của GIL (so với tối đa 214.000 DWT của các cảng khác ở khu vực CMTV) đã giúp cảng này nhận được các tuyến dịch vụ mới để hỗ trợ lợi nhuận. Lợi thế này có được do vị trí lý tưởng của cảng ở cửa sông Cái Mép với độ sâu lớn nhất và cơ sở vật chất hiện đại nhất.

#### Bảng 1: Các trung tâm container chính ở Việt Nam

So với các trung tâm container khác, Cái Mép Thị Vải vượt trội hơn về tăng trưởng sản lượng trong 5 tháng đầu năm 2024

| Nghìn TEU       | 5 tháng đầu năm 2023 | 5 tháng đầu năm 2024 | % so với cùng kỳ |
|-----------------|----------------------|----------------------|------------------|
| Hải Phòng       | 2,431                | 2,929                | 20%              |
| Cái Mép Thị Vải | 1,758                | 2,394                | 36%              |
| Hồ Chí Minh     | 3,247                | 3,658                | 13%              |
| <b>Tổng</b>     | <b>7,436</b>         | <b>8,980</b>         | <b>21%</b>       |

Nguồn: Cục Hàng hải Việt Nam, Cảng vụ Hàng hải Hải Phòng

#### Bảng 2: Sản lượng container qua các cảng Cái Mép Thị Vải

Sản lượng qua cảng GIL trong 5 tháng đầu năm 2024 tăng gấp đôi so với cùng kỳ, và thị phần cũng tăng mạnh

| Nghìn TEU                            | 5 tháng đầu năm 2023 | 5 tháng đầu năm 2024 | % so với cùng kỳ |
|--------------------------------------|----------------------|----------------------|------------------|
| Cảng Quốc tế Tân Cảng-Cái Mép (TCIT) | 666                  | 718                  | 8%               |
| Cảng Tân Cảng-Cái Mép Thị Vải (TCTT) | 332                  | 418                  | 26%              |
| Cảng Quốc tế Cái Mép (CMIT)          | 224                  | 356                  | 59%              |
| Cảng Quốc tế cảng Sài Gòn-SSA (SSIT) | 209                  | 252                  | 21%              |
| Cảng Gemalink (GIL)                  | 327                  | 650                  | 99%              |
| <b>Tổng</b>                          | <b>1,758</b>         | <b>2,394</b>         | <b>36%</b>       |
| <b>Thị phần</b>                      |                      |                      |                  |
| Cảng Quốc tế Tân Cảng-Cái Mép (TCIT) | 37.9%                | 30.0%                | -7.9 điểm %      |
| Cảng Tân Cảng-Cái Mép Thị Vải (TCTT) | 18.9%                | 17.4%                | -1.4 điểm %      |
| Cảng Quốc tế Cái Mép (CMIT)          | 12.7%                | 14.9%                | 2.1 điểm %       |
| Cảng Quốc tế cảng Sài Gòn-SSA (SSIT) | 11.9%                | 10.5%                | -1.4 điểm %      |
| Cảng Gemalink (GIL)                  | 18.6%                | 27.2%                | 8.6 điểm %       |
| <b>Tổng</b>                          | <b>100.0%</b>        | <b>100.0%</b>        |                  |

Nguồn: GMD, VPA

### Trong 5 tháng đầu năm 2024, sản lượng các cảng ở Hải Phòng tăng 20% so với cùng kỳ

Các cảng ở Hải Phòng tập trung vào các tuyến nội Á thay vì thị trường Mỹ và EU. HSC lưu ý rằng sản lượng hàng hóa qua các cảng của Hải Phòng bị ảnh hưởng nhẹ trong 5 tháng đầu năm 2023 với mức giảm 4% so với cùng kỳ trong khi sản lượng hàng hóa qua khu vực CMTV giảm mạnh 24% so với cùng kỳ. Do đó, mặc dù tốc độ tăng trưởng so với cùng kỳ trong 5 tháng đầu năm 2024 chậm hơn so với khu vực CMTV, nhưng mức tăng trưởng sản lượng container 20% so với cùng kỳ của Hải Phòng vẫn rất đáng khích lệ nhờ nhu cầu phục hồi.

Đáng chú ý, các cảng ở hạ nguồn Hải Phòng tiếp tục giành được thị phần trong 5 tháng đầu năm 2024. 10 bến cảng ở khu vực hạ nguồn ghi nhận sản lượng tăng 26% so với cùng kỳ và chiếm 84% thị phần (so với 81,3% trong năm 2023). Trong khi đó, các cảng ở khu vực thượng nguồn có sản lượng không đổi so với cùng kỳ với 16% thị phần (so với 18,7% trong năm 2023). Chúng tôi lưu ý rằng các cảng sông hạ nguồn có thể tiếp nhận các tàu lớn lên đến khoảng 30.000-40.000 DWT trong khi các cảng thượng nguồn chỉ có thể xử lý các tàu 10.000-25.000 DWT. Điều này làm giảm khả năng cạnh tranh của các cảng thượng nguồn.

### Nạo vét luồng Kênh Hà Nam sẽ giúp thúc đẩy sản lượng tại miền Bắc

Trong 5 tháng đầu năm 2024, cảng Nam Đình Vũ (NĐV, GMD sở hữu 60% cổ phần) đã ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng cao nhất là 85% so với cùng kỳ, đạt 505.000 TEU và hoạt động hết công suất. Bên cạnh nhu cầu phục hồi, sự tăng trưởng mạnh này có một phần nguyên nhân là do hàng hóa được chuyển từ cảng Nam Hải Đình Vũ (NHĐV) sang NĐV sau khi GMD thoái vốn cảng NHĐV từ tháng 5/2023. Sản lượng container của GMD tại khu vực Hải Phòng trong 5 tháng đầu năm 2024 đã tăng 21% so với cùng kỳ và duy trì 20% thị phần (không đổi so với cùng kỳ).

### Bảng 3: Sản lượng container qua các cảng Hải Phòng

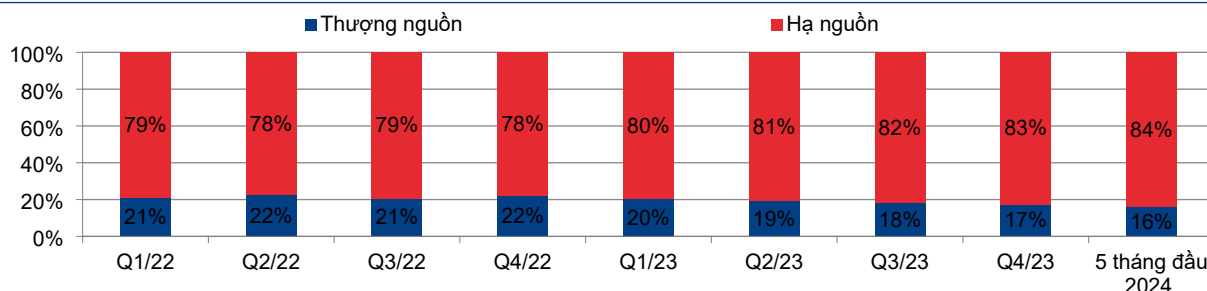
Các cảng hạ nguồn ở Hải Phòng hoạt động tốt trong 5 tháng đầu năm 2024

| Nghìn TEU                    | 5 tháng đầu năm 2023 | 5 tháng đầu năm 2024 | % so với cùng kỳ | Công suất hoạt động 5 tháng đầu năm 2024 |
|------------------------------|----------------------|----------------------|------------------|------------------------------------------|
| <b>Các cảng thượng nguồn</b> | <b>1,953</b>         | <b>2,455</b>         | <b>26%</b>       | <b>91%</b>                               |
| Cảng Tân Vũ                  | 387                  | 431                  | 11%              | 103%                                     |
| Cảng Đình Vũ (DVP)           | 199                  | 184                  | -8%              | 73%                                      |
| Cảng Nam Hải Đình Vũ         | 149                  | 93                   | -38%             | 44%                                      |
| Cảng Vip Greent Port         | 272                  | 269                  | -1%              | 86%                                      |
| Cảng TC189                   | 72                   | 76                   | 5%               | 91%                                      |
| Cảng PTSC Đình Vũ            | 100                  | 113                  | 13%              | 90%                                      |
| Cảng Nam Đình Vũ             | 273                  | 505                  | 85%              | 101%                                     |
| HITC (cảng nước sâu)         | 428                  | 656                  | 54%              | 143%                                     |
| Cảng Mipec                   | 59                   | 30                   | -50%             | 14%                                      |
| Cảng VIMC                    | 14                   | 99                   | 592%             | 95%                                      |
| <b>Các cảng hạ nguồn</b>     | <b>478</b>           | <b>474</b>           | <b>-1%</b>       | <b>76%</b>                               |
| Cảng Greenport               | 109                  | 109                  | 0%               | 75%                                      |
| Cảng Chùa Vẽ                 | 97                   | 95                   | -2%              | 45%                                      |
| Cảng Hải An                  | 149                  | 187                  | 26%              | 112%                                     |
| Cảng Đoạn Xá                 | -                    | 0                    |                  | 0%                                       |
| Cảng Nam Hải                 | 23                   | 34                   | 48%              | 55%                                      |
| Cảng 128 Hải Quân            | 99                   | 48                   | -52%             | 58%                                      |
| Cảng Transvina               | -                    | 1                    |                  | 2%                                       |
| <b>Tổng</b>                  | <b>2,431</b>         | <b>2,929</b>         | <b>20%</b>       | <b>88%</b>                               |

Nguồn: Cảng vụ Hàng hải Hải Phòng

### Biểu đồ 4: Thị phần các cảng Hải Phòng

Cảng thượng nguồn đang đánh mất thị phần nhanh chóng khi các hãng tàu tăng kích thước tàu để tiết kiệm chi phí vận chuyển



Nguồn: HSC

Theo đó, HSC kỳ vọng GMD sẽ mở rộng thị phần của mình trong thời gian tới khi việc nạo vét luồng Kênh Hà Nam hoàn thành, dự kiến vào giữa tháng 7. Độ sâu nạo vét sau khi hoàn thành dự án sẽ là -8,5 mét từ -7 mét hiện tại. Khi hoàn thành, cảng NĐV sẽ có thể tiếp nhận tàu lớn nhất lên đến 48.000 DWT trong khu vực Hải Phòng.

### **Tắc nghẽn cảng trong khu vực giúp tăng sản lượng hàng hóa qua các cảng nước sâu của Việt Nam**

HSC đã thảo luận về tình trạng tắc nghẽn ở Singapore trong báo cáo “Ngành Cảng biển: Tắc nghẽn ở Singapore sẽ tác động đến các doanh nghiệp Việt Nam” phát hành ngày 11/6/2024. Sự gia tăng tắc nghẽn chủ yếu là do cuộc khủng hoảng Biển Đỏ, dẫn đến việc chuyển hướng tàu và lịch trình không dự đoán được của các tàu trở về châu Á. Bên cạnh đó, việc Mỹ gần đây tăng thuế đối với lượng hàng hóa trị giá 18 tỷ USD của Trung Quốc, bao gồm xe điện, thép và pin, đã làm dấy lên làn sóng vận chuyển khi các nhà xuất khẩu Trung Quốc gấp rút vận chuyển sản phẩm của họ về nước trước thời hạn đánh thuế (ngày 1/8/2024), làm trầm trọng thêm tình hình tại các cảng trung chuyển chính như Singapore.

Đến hiện tại, chúng tôi nhận thấy tình trạng tắc nghẽn đã giảm bớt khi các tàu chuyển hướng đến các cảng khác trong khu vực để tránh cập bến trễ. Sự chậm trễ cập bến ở Singapore đã giảm xuống còn 4-5 ngày so với 7 ngày vào đầu tháng 6 năm nay.

Tuy nhiên, tình trạng tắc nghẽn đã lan sang các cảng khác. Tỷ lệ xếp hàng chờ cập bến (số lượng TEU tại khu vực neo đậu/số lượng TEU tại cảng) của Port Klang và Thượng Hải lần lượt tăng lên 1,72 và 0,84 vào ngày 27/6/2024 và có 2,24 triệu TEU đang chờ tại các khu vực neo đậu trên toàn cầu, chiếm khoảng 7,6% đội tàu toàn cầu. Điều đó có nghĩa là mặc dù tình trạng tắc nghẽn ở Singapore đã giảm bớt nhưng tình trạng tắc nghẽn toàn cầu vẫn ở mức rất cao.

Khi mùa cao điểm sắp đến và sẽ kéo dài đến tháng 11 năm nay, tình trạng tắc nghẽn cảng toàn cầu có thể sẽ tiếp tục trong những tháng tới. Điều này sẽ giúp tăng sản lượng hàng hóa qua các cảng nước sâu của Việt Nam vì một phần sản lượng trung chuyển từ Singapore và các cảng trong khu vực sẽ chuyển đến Việt Nam để tránh tắc nghẽn. Trên thực tế, trong tháng 5 và tháng 6, sản lượng hàng hóa qua cảng GIL đã tăng mạnh 96% so với cùng kỳ lên 141.000 và 155.000 TEU nhờ các tuyến dịch vụ mới nhận được vào Q4/2023 và sản lượng bổ sung từ tình trạng tắc nghẽn. HSC ước tính tình trạng tắc nghẽn đã giúp sản lượng của GIL tăng thêm 10.000-20.000 TEU/tháng trong 2 tháng qua.

### **Nâng khuyến nghị đối với GMD lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)**

HSC nâng khuyến nghị đối với GMD lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) và tăng 5% giá mục tiêu lên 91.300đ (tiềm năng tăng giá 12%) sau khi tăng dự báo lợi nhuận. Chúng tôi tăng bình quân 7% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2024-2026 sau khi tính đến những tác động tích cực dự kiến từ tình trạng tắc nghẽn tại cảng Singapore và triển vọng tốt hơn của cảng NĐV nhờ việc nạo vét luồng Kênh Hà Nam.

Dự báo của chúng tôi cho giai đoạn 2024-2026 cho thấy LNTT từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 23%. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu GMD nhờ triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ, vị thế dẫn đầu trong ngành cảng biển và logistic, BLĐ giàu kinh nghiệm và có chiến lược tập trung.

## Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

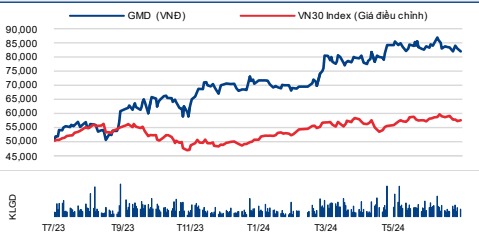
Giá mục tiêu: VNĐ91,300 (từ VNĐ87,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 12.0%

|                                       |                        |
|---------------------------------------|------------------------|
| <b>Giá cổ phiếu (đồng) (2/7/2024)</b> | <b>81,500</b>          |
| Mã Bloomberg                          | GMD VN                 |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)              | 50,618-86,900          |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)              | 82,167                 |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)             | 24,562                 |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)           | 965                    |
| Slg CP lưu hành (tr.đv)               | 301                    |
| Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)         | 148                    |
| Slg CP NN được mua (tr.đv)            | 4.00                   |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN              | 49.0%                  |
| Tỷ lệ sở hữu của NN                   | 47.7%                  |
| Tỷ lệ freefloat                       | 87.3%                  |
| Cổ đông lớn                           | SSJ Consulting (9.85%) |

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

## Biểu đồ giá



| Giá cổ phiếu (%) | -1 thg | -3 thg | -12 thg |
|------------------|--------|--------|---------|
| Cổ phiếu thường  | (2.74) | 1.62   | 61.9    |
| So với chỉ số    | (3.46) | 2.16   | 41.5    |
| So với ngành     | -      | -      | -       |

Nguồn: Công ty, FactSet

## HSC và trung bình thị trường

| EPS ĐC (đồng) | HSC   | Thị trường | % ch.lệch |
|---------------|-------|------------|-----------|
| 2024F         | 4,022 | 4,042      | (0.5)     |
| 2025F         | 4,284 | 4,044      | 5.9       |
| 2026F         | 4,897 | 4,968      | (1.4)     |

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Mô tả doanh nghiệp

GMD là doanh nghiệp cảng biển tư nhân lớn nhất tại Việt Nam với hệ thống cảng trải dài trên toàn quốc và hệ thống logistics tích hợp.

## Chuyên viên phân tích

### Chế Thị Mai Trang

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp  
trang.ctmai@hsc.com.vn  
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

### Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp  
han.vtn@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 314

## Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng nhờ triển vọng tốt hơn

- HSC nâng khuyến nghị đối với GMD lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) và tăng 5% giá mục tiêu lên 91.300đ (tiềm năng tăng giá 12%) do điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi tăng bình quân 7% dự báo LNTT từ HKĐD cốt lõi giai đoạn 2024-2026 nhờ (1) tăng dự báo sản lượng hàng hóa qua cảng Gemalink (GIL, GMD sở hữu 65% cổ phần) do tình trạng tắc nghẽn cảng trong khu vực và (2) triển vọng khả quan hơn của cảng Nam Đình Vũ (NDV, GMD sở hữu 60% cổ phần) sau khi hưởng lợi từ dự án nạo vét luồng Kênh Hà Nam từ giữa tháng 7.
- Sau khi diễn biến tương đối ảm đạm trong 1 tháng & 3 tháng qua, GMD hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,8 lần, hơn cao hơn bình quân 3 năm ở mức 18,5 lần. HSC tin rằng GMD xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ.

## Sự kiện: Cập nhật sản lượng 5 tháng đầu năm 2024 và ước tính KQKD Q2/2024

Trong 5 tháng đầu năm 2024, sản lượng hàng hóa qua cảng GIL tăng gấp đôi so với cùng kỳ đạt 650.000 TEU, được hỗ trợ bởi (1) các tuyến dịch vụ mới nhận từ Q4/2023 và (2) các dịch vụ bổ sung được nhận kể từ tháng 5 do tắc nghẽn cảng Singapore. Bên cạnh đó, luồng Kênh Hà Nam sẽ hoàn thành nạo vét từ giữa tháng 7, giúp GMD tăng sản lượng hàng hóa qua cảng NDV. Dự án cảng NDV giai đoạn 3 sẽ được khởi công trong tháng này và bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 12/2025. Nhờ độ sâu của luồng lớn hơn, công suất tối đa của ba giai đoạn của NDV có thể sẽ đạt khoảng 2,3 triệu TEU, tăng 15% so với công suất thiết kế là 2 triệu TEU.

Trên cơ sở này, HSC dự báo LNTT từ HKĐD cốt lõi trong Q2/2024 sẽ tăng 34% so với cùng kỳ đạt 435 tỷ đồng. Tuy nhiên, do không có khoản lợi nhuận không thường xuyên trong năm nay (khoản lợi nhuận 1,8 nghìn tỷ đồng từ thoái vốn đã được ghi nhận trong Q2/2023), tổng LNTT trong kỳ ước tính sẽ giảm 80% so với cùng kỳ. Nếu GMD đạt được kết quả này, LNTT nửa đầu năm 2024 sẽ đạt 1,1 nghìn tỷ đồng, giảm 56% so với cùng kỳ và hoàn thành 68% dự báo LNTT cho cả năm 2024 của chúng tôi.

## Tác động: Tăng bình quân 7% dự báo LNTT từ HKĐD cốt lõi giai đoạn 2024-2026

Nhờ những tác động tích cực từ tình trạng tắc nghẽn cảng Singapore đối với GIL và triển vọng tốt hơn của cảng NDV nhờ dự án Kênh Hà Nam, chúng tôi đã tăng bình quân 7% dự báo LNTT từ HKĐD cốt lõi giai đoạn 2024-2026. Theo đó, LNTT từ HKĐD cốt lõi năm 2024 dự báo đạt 1,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 30%). LNTT từ HKĐD cốt lõi năm 2025 và 2026 dự báo đạt lần lượt 2,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 27%) và 2,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 12%). LNTT từ HKĐD cốt lõi dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 23%.

## Định giá và khuyến nghị

Sau khi diễn biến khá trầm lắng trong 1 tháng & 3 tháng qua, cổ phiếu GMD hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,8 lần, cao hơn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 18,5 lần. Chúng tôi tăng 5% giá mục tiêu lên 91.300đ do triển vọng lợi nhuận của GMD tươi sáng hơn; đồng thời nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 12% tại giá mục tiêu mới. Triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ hơn này giúp GMD xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn. Bất cứ sự điều chỉnh nào trong giá cổ phiếu sẽ là cơ hội tốt để nhà đầu tư tích lũy.

| Cuối năm: Tháng 12        | 12-22A | 12-23A | 12-24F   | 12-25F   | 12-26F   |
|---------------------------|--------|--------|----------|----------|----------|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng)       | 1,843  | 1,767  | 2,177    | 2,546    | 2,954    |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 994    | 2,222  | 1,357    | 1,446 ▲  | 1,653    |
| EPS ĐC (đồng)             | 3,034  | 7,126  | 4,022    | 4,284 ▲  | 4,897    |
| DPS (đồng)                | 1,421  | 2,551  | 2,933 ▲  | 2,667 ▲  | 2,667 ▲  |
| BVPS (đồng)               | 22,981 | 27,975 | 39,278 ▲ | 41,049 ▲ | 43,473 ▲ |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 14.2   | 14.8   | 11.2     | 10.3     | 8.47     |
| P/E ĐC (lần)              | 26.9   | 11.4   | 20.3     | 19.0     | 16.6     |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 1.74   | 3.13   | 3.60     | 3.27     | 3.27     |
| P/B (lần)                 | 3.55   | 2.91   | 2.07     | 1.99     | 1.87     |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | 62.4   | 135    | (43.6)   | 6.51     | 14.3     |
| ROAE (%)                  | 15.0   | 28.7   | 13.1     | 11.6     | 12.6     |

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Triển vọng tươi sáng hơn; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

Sau khi đưa vào mô hình dự báo (1) những tác động tích cực mà chúng tôi nhận thấy đối với các cảng Việt Nam từ tình trạng tắc nghẽn cảng Singapore và (2) tác động của việc nạo vét luồng Kênh Hà Nam, HSC tăng bình quân 7% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2024-2026 của GMD. Theo đó, chúng tôi tăng 5% giá mục tiêu lên 91.300đ (tiềm năng tăng giá 12%). HSC nâng khuyến nghị đối với GMD lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) do triển vọng tươi sáng hơn.

### Dự báo KQKD Q2/2024

Theo ghi nhận từ Hội nghị Emerging Vietnam của HSC được tổ chức vào ngày 19-21 tháng 6/2024, GMD cập nhật tổng sản lượng container trong 5 tháng đầu năm 2024 đạt 1,64 triệu TEU, bao gồm 490.000 TEU của cảng NDV và 1,15 triệu TEU của cảng GIL và Phước Long.

Dựa trên thông tin này, HSC ước tính tổng sản lượng container qua các cảng của GMD (bao gồm cả Gemalink) trong Q2/2024 đạt 1,1 triệu TEU (tăng 56% so với cùng kỳ). Cần lưu ý rằng mặc dù GMD nắm giữ 65% cổ phần cảng GIL nhưng cảng này vẫn được ghi nhận là một công ty liên kết theo điều lệ của GIL. Nếu loại trừ GIL, sản lượng container qua các cảng của GMD trong Q2/2024 ước tính tăng 30% so với cùng kỳ.

Theo đó, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và LNTT từ HĐKD cốt lõi Q2/2024 của GMD sẽ đạt lần lượt 1.107 tỷ đồng (tăng 21% so với cùng kỳ) và 435 tỷ đồng (tăng 34% so với cùng kỳ). Tuy nhiên, do không còn khoản lợi nhuận không thường xuyên 1,8 nghìn tỷ đồng từ thoái vốn cảng Nam Hải Đình Vũ (đã ghi nhận trong Q2/2023), LNTT Q2/2024 ước tính sẽ giảm 80% so với cùng kỳ.

#### Bảng 5: Sản lượng container qua cảng, GMD

HSC ước tính tổng sản lượng container qua cảng Q2/2024 tăng 51% so với cùng kỳ

|                          | Q2/2023        | Q2/2024F         | % sv cùng kỳ | Nửa đầu 2023     | Nửa đầu 2024     | % sv cùng kỳ |
|--------------------------|----------------|------------------|--------------|------------------|------------------|--------------|
| <b>Miền Bắc</b>          | <b>273,000</b> | <b>313,400</b>   | <b>14.4%</b> | <b>515,000</b>   | <b>590,160</b>   | <b>15%</b>   |
| <b>Miền Nam</b>          | <b>473,000</b> | <b>783,000</b>   | <b>84.6%</b> | <b>815,000</b>   | <b>1,414,240</b> | <b>74%</b>   |
| - Cảng GIL               | 238,000        | 453,000          | 110.0%       | 405,600          | 805,000          | 98%          |
| - Cảng Phước Long        | 235,000        | 330,000          | 60.1%        | 409,400          | 609,240          | 49%          |
| <b>Tổng (TEU)</b>        | <b>746,000</b> | <b>1,096,400</b> | <b>55.5%</b> | <b>1,330,000</b> | <b>2,004,400</b> | <b>51%</b>   |
| <b>Loại trừ cảng GIL</b> | <b>508,000</b> | <b>643,400</b>   | <b>26.7%</b> | <b>924,400</b>   | <b>1,199,400</b> | <b>30%</b>   |

Nguồn: GMD, HSC ước tính

### Cập nhật về các dự án đầu tư và kế hoạch phát hành cổ phiếu

**Dự án nạo vét luồng Kênh Hà Nam** sẽ hoàn thành vào tháng 7. Sau khi hoàn thành, cảng NDV có thể tiếp nhận tàu lên đến 48.000 DWT so với 40.000 DWT hiện tại. Vốn đầu tư cho việc nạo vét là 90 tỷ đồng, được phân bổ trong 3 năm.

Việc nạo vét luồng sẽ giúp cảng này thu hút thêm khách hàng vì các hãng tàu trên toàn cầu đang tăng kích thước tàu để giảm chi phí vận chuyển. Bên cạnh đó, công suất tối đa của 3 giai đoạn của cảng NDV có thể sẽ tăng lên 2,3 triệu TEU so với công suất thiết kế là 2,0 triệu TEU nhờ độ sâu của kênh lớn hơn.

**Cảng NDV giai đoạn 3** sẽ khởi công xây dựng trong tháng này và bắt đầu hoạt động từ tháng 12/2025. Công suất là 800.000 TEU/năm và 30.000 tấn hàng rời. Vốn đầu tư là 2.800 tỷ đồng, sẽ được tài trợ bằng các khoản vay ngân hàng (70%) và vốn chủ sở hữu (30%).

**Cảng GIL giai đoạn 2A** sẽ khởi công xây dựng từ tháng 12/2024 và bắt đầu hoạt động từ tháng 12/2025. Công suất là 600.000 TEU và nhu cầu vốn đầu tư là 120 triệu USD. Dự án sẽ được tài trợ bằng các khoản vay ngân hàng (65%) và vốn chủ sở hữu (35%).

Ngoài ra, GMD còn có kế hoạch bổ sung thực hiện đầu tư **M&A** (mua bán sáp nhập) để mở rộng mảng cảng biển và logistic. Để tài trợ cho hai dự án lớn như đã đề cập ở trên và kế hoạch M&A, công ty sẽ phát hành cổ phiếu cho các cổ đông hiện hữu theo

tỷ lệ 1:3 với giá 29.000đ/cp để huy động 3 nghìn tỷ đồng cho các khoản đầu tư. GMD dự kiến phát hành cổ phiếu vào nửa cuối năm 2024 sau khi được cơ quan chức năng chấp thuận. HSC đã đưa kế hoạch phát hành cổ phiếu vào mô hình dự báo của mình để phản ánh kế hoạch tăng trưởng của GMD.

## Những dự báo mới

HSC tăng bình quân 7% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2024-2026 nhờ lợi ích từ tình trạng tắc nghẽn cảng trong khu vực giúp làm tăng sản lượng hàng hóa qua cảng GIL trong năm 2024 và triển vọng tươi sáng hơn của cảng NĐV sau khi dự án Kênh Hà Nam hoàn thành vào tháng 7/2024.

### Bảng 6: Điều chỉnh dự báo, GMD

HSC tăng bình quân 5% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi cho giai đoạn 2024-2026

| Tỷ đồng              | Cũ    | Tăng trưởng | Mới   | Điều chỉnh | Tăng trưởng |
|----------------------|-------|-------------|-------|------------|-------------|
| <b>2024</b>          |       |             |       |            |             |
| Doanh thu thuần      | 4,091 | 6%          | 4,156 | 2%         | 8%          |
| LNTT                 | 1,970 | -37%        | 2,026 | 3%         | -36%        |
| LNTT từ HĐKD cốt lõi | 1,634 | 26%         | 1,691 | 3%         | 30%         |
| <b>2025</b>          |       |             |       |            |             |
| Doanh thu thuần      | 4,558 | 11%         | 4,694 | 3%         | 13%         |
| LNTT                 | 1,928 | -58%        | 2,139 | 11%        | 6%          |
| LNTT từ HĐKD cốt lõi | 1,928 | 41%         | 2,139 | 11%        | 27%         |
| <b>2026</b>          |       |             |       |            |             |
| Doanh thu thuần      | 5,078 | 11%         | 5,353 | 5%         | 14%         |
| LNTT                 | 2,255 | 17%         | 2,398 | 6%         | 12%         |
| LNTT từ HĐKD cốt lõi | 2,255 | 17%         | 2,398 | 6%         | 12%         |

Nguồn: HSC

### Bảng 7: Giả định về sản lượng, GMD

HSC dự báo tổng sản lượng sẽ tăng trưởng lần lượt 29%/11%/19% cho các năm 2024/2025/2026

|                                                | 2023         | 2024F        | 2025F        | 2026F        |
|------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Miền Bắc                                       | 1,066        | 1,250        | 1,450        | 1,750        |
| Miền Nam                                       | 1,946        | 2,633        | 2,869        | 3,404        |
| - Cảng GIL                                     | 1,018        | 1,520        | 1,700        | 2,200        |
| - Cảng Phước Long                              | 928          | 1,113        | 1,169        | 1,204        |
| <b>Tổng sản lượng container qua cảng (TEU)</b> | <b>3,012</b> | <b>3,883</b> | <b>4,319</b> | <b>5,154</b> |
| <b>Loại trừ cảng GIL</b>                       | <b>1,994</b> | <b>2,363</b> | <b>2,619</b> | <b>2,954</b> |
| <b>Tăng trưởng</b>                             |              |              |              |              |
| Miền Bắc                                       | -5%          | 17%          | 16%          | 21%          |
| Miền Nam                                       | -3%          | 35%          | 9%           | 19%          |
| - Cảng GIL                                     | -7%          | 49%          | 12%          | 29%          |
| - Cảng Phước Long                              | 2%           | 20%          | 5%           | 3%           |
| <b>Tổng sản lượng container qua cảng (TEU)</b> | <b>-4%</b>   | <b>29%</b>   | <b>11%</b>   | <b>19%</b>   |
| <b>Loại trừ cảng GIL</b>                       | <b>-2%</b>   | <b>19%</b>   | <b>11%</b>   | <b>13%</b>   |

Nguồn: HSC

Chi tiết như sau:

- Chúng tôi tăng 3% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi năm 2024 lên 1,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 30%) nhờ tăng giả định sản lượng hàng hóa qua cảng GIL do các tàu di chuyển từ Singapore đến cảng này để tránh chậm trễ. HSC hiện dự báo sản lượng của GIL sẽ đạt 1,52 triệu TEU (tăng trưởng 49%) nhờ nhu cầu phục hồi, các tuyến dịch vụ mới nhận được trong Q4/2023 và hưởng lợi từ tình trạng tắc nghẽn cảng trong khu vực. Tính cả lợi nhuận không thường xuyên từ việc thoái vốn cảng Nam Hải là 336 tỷ đồng, LNTT năm 2024 dự báo đạt 2 nghìn tỷ đồng, giảm 36% do không còn lợi nhuận từ việc thoái vốn cảng Nam Hải Đình Vũ là 1,8 nghìn tỷ đồng đã ghi nhận vào năm ngoái.
- Cho năm 2025, chúng tôi tăng 11% dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi lên 2,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 27%) do tăng giả định sản lượng hàng hóa qua cảng NĐV sau khi dự án Kênh Hà Nam hoàn thành vào tháng 7/2024. HSC hiện dự báo sản lượng

của cảng NDV sẽ đạt 1,45 triệu TEU (tăng trưởng 16%) so với dự báo trước đó là 1,3 triệu TEU. Chúng tôi giữ nguyên dự báo trước đó về sản lượng của GIL là 1,7 triệu TEU, vì cho rằng tình trạng tắc nghẽn cảng khu vực sẽ chỉ mang lại lợi ích cho GIL trong năm 2024.

- Cho năm 2026, HSC dự báo LNTT từ HĐKD cốt lõi sẽ tăng trưởng 12% đạt 2,4 nghìn tỷ đồng. Lợi nhuận tăng trưởng chậm hơn trong năm 2026 so với 30% trong năm 2024 và 27% trong năm 2025 chủ yếu là do chi phí lãi vay và chi phí khấu hao cao hơn khi giai đoạn 3 của cảng NDV và giai đoạn 2A của cảng GIL đi vào hoạt động từ tháng 12/2025. Các dự án mới cần có thời gian để tăng công suất hoạt động cộng với tỷ suất lợi nhuận kết hợp có thể giảm trong năm 2026 dẫn đến lợi nhuận tăng trưởng chậm hơn. Tuy nhiên, với vị trí lý tưởng của các cảng GIL và NDV, HSC kỳ vọng các giai đoạn mới của các dự án này sẽ nhanh chóng tăng công suất sử dụng và lợi nhuận sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh từ năm 2027 trở đi.

## Định giá và khuyến nghị

### Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 5% giá mục tiêu lên 91.300đ (tiềm năng tăng giá 12%) từ 87.600đ trước đó do điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận. Chúng tôi giữ nguyên lãi suất phi rủi ro 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,5%, tốc độ tăng trưởng dài hạn 3,0% và beta 1,0 lần.

HSC nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) đối với GMD do triển vọng lợi nhuận khả quan hơn. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu GMD nhờ vị thế dẫn đầu trong ngành cảng biển và logistic, vị trí chiến lược của các cảng chính, triển vọng dài hạn khả quan từ các dự án đầu tư mới và BLĐ có chiến lược tập trung.

Trong ngắn hạn, LNTT Q2/2024 có thể sẽ giảm 80% so với cùng kỳ (mặc dù LNTT từ HĐKD cốt lõi tăng 34% so với cùng kỳ) do không còn lợi nhuận không thường xuyên từ thoái vốn cảng Nam Hải Đình Vũ (đã được ghi nhận trong Q2/2023). KQKD này có thể tác động đến tâm lý nhà đầu tư và việc giá cổ phiếu điều chỉnh sẽ mang đến cơ hội tốt để nhà đầu tư có thể tích lũy cổ phiếu này.

**Bảng 8: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, GMD**

| Tỷ đồng                       | 2023         | 2024F        | 2025F          | 2026F        | 2027F        | 2028F        | 2029F        | 2030F        |
|-------------------------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBIT                          | 1,388        | 1,763        | 2,132          | 2,399        | 2,657        | 3,184        | 3,645        | 3,927        |
| Thu nhập thuần trừ nợ vay     | 1,086        | 1,375        | 1,663          | 1,871        | 2,073        | 2,484        | 2,843        | 3,063        |
| Cộng: Khấu hao                | 395          | 415          | 415            | 556          | 556          | 556          | 556          | 556          |
| Trừ: Chi phí đầu tư TSCĐ      | (1,068)      | (346)        | (2,866)        | (78)         | (92)         | (108)        | (128)        | (152)        |
| Trừ: Tăng vốn lưu động        | (729)        | 797          | (411)          | (446)        | (468)        | (539)        | (618)        | (664)        |
| <b>Dòng tiền tự do của DN</b> | <b>(316)</b> | <b>2,241</b> | <b>(1,200)</b> | <b>1,903</b> | <b>2,068</b> | <b>2,392</b> | <b>2,652</b> | <b>2,803</b> |

Nguồn: HSC

**Bảng 9: Tính toán và giả định định giá, GMD**

HSC ước tính giá trị vốn CSH là 31,3 nghìn tỷ đồng

|                        | Giá trị      | Đơn vị                                     | Giá trị (giữa năm 2025)   |
|------------------------|--------------|--------------------------------------------|---------------------------|
| Lãi suất phi rủi ro    | 4.0%         | Tốc độ tăng trưởng dài hạn                 | 3.0%                      |
| Phần bù rủi ro vốn CSH | 8.5%         | Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn       | Nghìn tỷ đồng 24.1        |
| Beta                   | 1.0          | Giá trị hiện tại của dòng tiền             | Nghìn tỷ đồng 7.2         |
| <b>Chi phí vốn CSH</b> | <b>12.5%</b> | Tổng giá trị hiện tại                      | Nghìn tỷ đồng 31.3        |
| Tỷ trọng vốn CSH       | 70.0%        | Cộng: Tiền mặt + các khoản đầu tư ngắn hạn | Nghìn tỷ đồng 4.7         |
| Tỷ trọng nợ            | 30.0%        | Trừ: Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn              | Nghìn tỷ đồng (3.3)       |
| <b>WACC</b>            | <b>10.3%</b> | Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số          | Nghìn tỷ đồng (1.4)       |
|                        |              | <b>Giá trị vốn CSH</b>                     | <b>Nghìn tỷ đồng 31.3</b> |

Nguồn: HSC

**Bảng 10: Giá mục tiêu mới, GMD**

HSC đưa ra giá mục tiêu mới là 91.300đ (tiềm năng tăng giá 12%)

|                                               | Sau khi phát hành cổ phiếu | Trước khi phát hành cổ phiếu |
|-----------------------------------------------|----------------------------|------------------------------|
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)    | 413.9                      | 310.5                        |
| <b>Giá mục tiêu tính đến giữa 2025 (đ/cp)</b> | <b>75,708</b>              | <b>91,281</b>                |
| Thị giá hiện tại (đ/cp)                       | 68,375                     | 81,500                       |
| <b>Tiềm năng tăng giá (%)</b>                 |                            | <b>12.0%</b>                 |

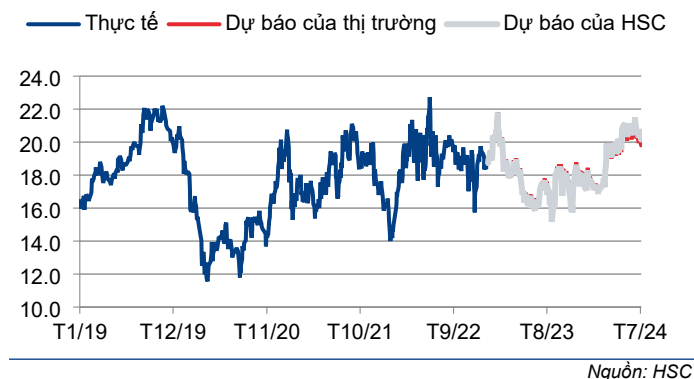
Nguồn: HSC

### Bối cảnh định giá

GMD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng một năm là 19,8 lần, cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 18,5 lần. Với mức tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ (dự báo của chúng tôi cho thấy LNTT từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 23%), HSC tin rằng GMD xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

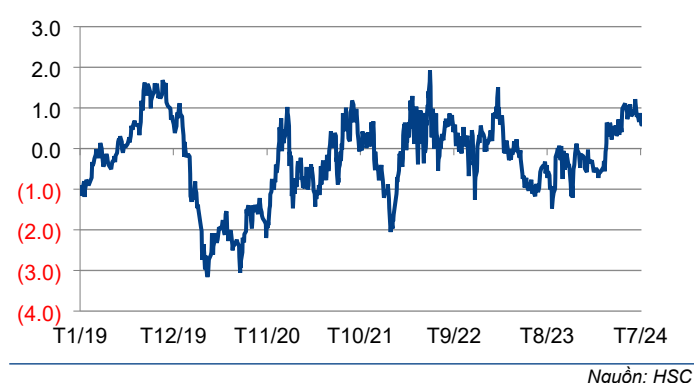
**Biểu đồ 11: P/E trượt dự phóng 1 năm, GMD**

GMD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,8 lần...



**Biểu đồ 12: Độ lệch chuẩn so với bình quân, GMD**

....cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm



## BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)           | 12-22A       | 12-23A       | 12-24F       | 12-25F       | 12-26F       |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu                           | 3,898        | 3,846        | 4,156        | 4,694        | 5,353        |
| Lợi nhuận gộp                       | 1,718        | 1,776        | 1,926        | 2,229        | 2,459        |
| Chi phí BH&QL                       | (667)        | (660)        | (735)        | (830)        | (946)        |
| Thu nhập khác                       | (30.6)       | (69.0)       | (58.1)       | (65.6)       | (74.9)       |
| Chi phí khác                        | 30.3         | 53.1         | 57.4         | 64.8         | 73.9         |
| <b>EBIT</b>                         | <b>1,051</b> | <b>1,100</b> | <b>1,190</b> | <b>1,398</b> | <b>1,512</b> |
| Lãi vay thuần                       | (142)        | 1,772        | 264          | 7.57         | 0.52         |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK              | 399          | 272          | 572          | 733          | 886          |
| Lợi nhuận khác                      | -            | -            | -            | -            | -            |
| LN không thường xuyên               | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>LNTT</b>                         | <b>1,308</b> | <b>3,144</b> | <b>2,026</b> | <b>2,139</b> | <b>2,398</b> |
| Chi phí thuế TNDN                   | (147)        | (642)        | (246)        | (309)        | (333)        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | (167)        | (280)        | (423)        | (384)        | (413)        |
| LNST không thường xuyên             | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>994</b>   | <b>2,222</b> | <b>1,357</b> | <b>1,446</b> | <b>1,653</b> |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>914</b>   | <b>2,158</b> | <b>1,249</b> | <b>1,330</b> | <b>1,521</b> |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>1,843</b> | <b>1,767</b> | <b>2,177</b> | <b>2,546</b> | <b>2,954</b> |
| EPS (đồng)                          | 3,298        | 7,335        | 4,371        | 4,656        | 5,323        |
| EPS ĐC (đồng)                       | 3,034        | 7,126        | 4,022        | 4,284        | 4,897        |
| DPS (đồng)                          | 1,421        | 2,551        | 2,933        | 2,667        | 2,667        |
| Sig CP bình quân (triệu đv)         | 301          | 303          | 310          | 310          | 310          |
| Sig CP cuối kỳ (triệu đv)           | 301          | 306          | 310          | 310          | 310          |
| Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 301          | 306          | 310          | 310          | 310          |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)  | 12-22A        | 12-23A        | 12-24F        | 12-25F        | 12-26F        |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền & tương đương tiền         | 1,364         | 1,474         | 4,851         | 3,749         | 4,607         |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 82.2          | 356           | 386           | 434           | 493           |
| Phải thu khách hàng             | 868           | 1,212         | 1,095         | 1,238         | 1,415         |
| Hàng tồn kho                    | 82.5          | 68.2          | 73.7          | 83.2          | 94.9          |
| Các tài sản ngắn hạn khác       | 222           | 290           | 314           | 354           | 404           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>2,619</b>  | <b>3,401</b>  | <b>6,719</b>  | <b>5,860</b>  | <b>7,014</b>  |
| TSCĐ hữu hình                   | 2,956         | 3,894         | 3,769         | 6,154         | 5,598         |
| TSCĐ vô hình                    | 262           | 258           | 250           | 242           | 233           |
| Bất động sản đầu tư             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Đầu tư dài hạn                  | 2,830         | 1,799         | 1,809         | 1,826         | 1,843         |
| Đầu tư vào Cty LD,LK            | 3,026         | 3,083         | 4,783         | 4,783         | 4,783         |
| Tài sản dài hạn khác            | 1,339         | 1,107         | 1,204         | 1,360         | 1,550         |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>10,412</b> | <b>10,141</b> | <b>11,815</b> | <b>14,365</b> | <b>14,006</b> |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>13,031</b> | <b>13,542</b> | <b>18,535</b> | <b>20,224</b> | <b>21,020</b> |
| Nợ ngắn hạn                     | 543           | 446           | 482           | 544           | 620           |
| Phả trả người bán               | 838           | 508           | 623           | 704           | 803           |
| Nợ ngắn hạn khác                | 1,737         | 901           | 974           | 1,100         | 1,255         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>3,211</b>  | <b>1,936</b>  | <b>2,167</b>  | <b>2,447</b>  | <b>2,791</b>  |
| Nợ dài hạn                      | 1,486         | 1,518         | 2,382         | 3,119         | 2,681         |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả     | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Nợ dài hạn khác                 | 386           | 381           | 412           | 465           | 530           |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>1,872</b>  | <b>1,899</b>  | <b>2,793</b>  | <b>3,584</b>  | <b>3,211</b>  |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>5,083</b>  | <b>3,836</b>  | <b>4,960</b>  | <b>6,031</b>  | <b>6,002</b>  |
| Vốn chủ sở hữu                  | 6,926         | 8,558         | 12,195        | 12,745        | 13,498        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 1,022         | 1,149         | 1,379         | 1,448         | 1,520         |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>7,948</b>  | <b>9,707</b>  | <b>13,574</b> | <b>14,193</b> | <b>15,018</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>13,031</b> | <b>13,542</b> | <b>18,535</b> | <b>20,224</b> | <b>21,020</b> |
| BVPS (đ)                        | 22,981        | 27,975        | 39,278        | 41,049        | 43,473        |
| Nợ thuần/(tiền mặt)             | 665           | 490           | (1,987)       | (85.8)        | (1,306)       |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng)                     | 12-22A         | 12-23A         | 12-24F       | 12-25F         | 12-26F         |
|--------------------------------------------|----------------|----------------|--------------|----------------|----------------|
| EBIT                                       | 1,051          | 1,100          | 1,190        | 1,398          | 1,512          |
| Khấu hao                                   | (393)          | (395)          | (415)        | (415)          | (556)          |
| Lãi vay thuần                              | (142)          | 1,772          | 264          | 7.57           | 0.52           |
| Thuế TNDN đã nộp                           | (147)          | (625)          | (246)        | (309)          | (333)          |
| Thay đổi vốn lưu động                      | 1,077          | (836)          | (10.2)       | (367)          | (475)          |
| Khác                                       | (432)          | (2,268)        | 5.00         | 7.27           | 8.91           |
| <b>LCT thuần từ HKKD</b>                   | <b>2,299</b>   | <b>(88.2)</b>  | <b>734</b>   | <b>1,793</b>   | <b>2,126</b>   |
| Đầu tư TS dài hạn                          | (1,366)        | (1,068)        | (346)        | (2,866)        | (77.9)         |
| Góp vốn & đầu tư                           | 88.0           | (803)          | 0            | 0              | 0              |
| Thanh lý                                   | 4.40           | 2,447          | 0            | 0              | 0              |
| Khác                                       | 38.5           | 437            | 0            | 0              | 0              |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>(1,235)</b> | <b>1,013</b>   | <b>(346)</b> | <b>(2,866)</b> | <b>(77.9)</b>  |
| Cổ tức trả cho CSH                         | (428)          | (780)          | (911)        | (828)          | (828)          |
| Thu từ phát hành CP                        | 0              | 45.2           | 3,000        | 0              | 0              |
| Tăng/giảm nợ                               | 132            | (45.3)         | 900          | 800            | (362)          |
| Khác                                       | (41.4)         | (35.4)         | 0            | 0              | 0              |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>(338)</b>   | <b>(816)</b>   | <b>2,989</b> | <b>(28.0)</b>  | <b>(1,190)</b> |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 637            | 1,364          | 1,474        | 4,851          | 3,749          |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>727</b>     | <b>109</b>     | <b>3,377</b> | <b>(1,102)</b> | <b>858</b>     |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | 0.06           | 0.49           | 0            | 0              | 0              |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>1,364</b>   | <b>1,474</b>   | <b>4,851</b> | <b>3,749</b>   | <b>4,607</b>   |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>934</b>     | <b>(1,156)</b> | <b>388</b>   | <b>(1,074)</b> | <b>2,048</b>   |

| Các chỉ số tài chính      | 12-22A | 12-23A | 12-24F | 12-25F | 12-26F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số hoạt động</b>   |        |        |        |        |        |
| Tỷ suất LN gộp (%)        | 44.1   | 46.2   | 46.3   | 47.5   | 45.9   |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%)     | 47.3   | 45.9   | 52.4   | 54.2   | 55.2   |
| Tỷ suất LNT (%)           | 25.5   | 57.8   | 32.7   | 30.8   | 30.9   |
| Thuế TNDN hiện hành (%)   | 11.2   | 20.4   | 12.1   | 14.5   | 13.9   |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 21.6   | (1.34) | 8.07   | 12.9   | 14.0   |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | 47.0   | (4.16) | 23.2   | 16.9   | 16.0   |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%)    | 62.4   | 136    | (42.1) | 6.51   | 14.3   |
| Tăng trưởng EPS (%)       | 62.4   | 122    | (40.4) | 6.51   | 14.3   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | 62.4   | 135    | (43.6) | 6.51   | 14.3   |
| Tăng trưởng DPS (%)       | 0.45   | 79.6   | 15.0   | (9.09) | 0      |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 43.1   | 34.8   | 67.1   | 57.3   | 50.1   |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| ROAE (%)                  | 15.0   | 28.7   | 13.1   | 11.6   | 12.6   |
| ROACE (%)                 | 11.5   | 10.3   | 8.51   | 8.19   | 8.40   |
| Vòng quay tài sản (lần)   | 0.33   | 0.29   | 0.26   | 0.24   | 0.26   |
| Tiềm mặt HD/EBIT (lần)    | 2.19   | (0.08) | 0.62   | 1.28   | 1.41   |
| Số ngày tồn kho           | 13.8   | 12.0   | 12.1   | 12.3   | 12.0   |
| Số ngày phải thu          | 145    | 214    | 179    | 183    | 178    |
| Số ngày phải trả          | 140    | 89.6   | 102    | 104    | 101    |
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |        |        |        |        |        |
| Nợ thuần*/VCSH (%)        | 9.62   | 5.78   | (16.3) | (0.63) | (9.62) |
| Nợ/tài sản (%)            | 15.6   | 14.5   | 15.5   | 18.1   | 15.7   |
| EBIT/lãi vay (lần)        | 7.42   | N/a    | N/a    | N/a    | N/a    |
| Nợ/EBITDA (lần)           | 1.41   | 1.32   | 1.79   | 2.02   | 1.60   |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 0.82   | 1.76   | 3.10   | 2.39   | 2.51   |
| <b>Định giá</b>           |        |        |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)        | 6.71   | 6.82   | 5.85   | 5.59   | 4.68   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 14.2   | 14.8   | 11.2   | 10.3   | 8.47   |
| P/E (lần)                 | 24.7   | 11.1   | 18.6   | 17.5   | 15.3   |
| P/E ĐC (lần)              | 26.9   | 11.4   | 20.3   | 19.0   | 16.6   |
| P/B (lần)                 | 3.55   | 2.91   | 2.07   | 1.99   | 1.87   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 1.74   | 3.13   | 3.60   | 3.27   | 3.27   |

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)