



## CÔNG TY CỔ PHẦN GEMADEPT (HSX: GMD) CHUẨN BỊ BƯỚC VÀO CHU KỲ TĂNG TRƯỞNG MỚI 2022 - 2024

BÁN HA TỶ TRONG TRUNG LẬP THEO DÕI MUA



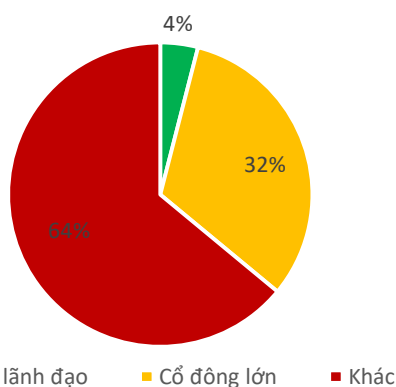
**Giá mục tiêu:** 40.000 đồng  
**Upside:** 22%

Giá hiện tại	32.800 đ/cp
Khoảng giá 52w	21.000-33.000 đ
P/E 2020	26x
EPS 4 quý gần nhất	1.133 đ
BVPS 2020	29.758 đ

### Thông tin cơ bản

Ngành nghề	Cảng biển
Vốn hóa	9.553,68 tỷ đ
Vốn điều lệ	3013,79 tỷ đ
Thanh khoản TB	1.500.000 cp
Cổ tức tiền mặt	1000 đ
Tổng tài sản	9857,5 tỷ đ
Vốn chủ sở hữu	6601,2 tỷ đ

### Cơ cấu cổ đông



### Diễn biến giao dịch

1 Năm; Giá và Khối lượng



KQKD (tỷ đồng)	Q4/2020	%YoY	2020	%YoY
Doanh thu	703	9,0%	2.604	-1,5%
Dịch vụ khai thác cảng	591	2,2%	2.160	-7,6%
Dịch vụ logistics, khác	112	67,3%	444	45,7%
Lợi nhuận từ HĐKQ	80	-2,5%	496	-33,1%
Thu nhập trước thuế	85	-8,7%	512	-27,3%
LNST	65	-1,9%	438	-28,7%

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- GMD có điểm mạnh từ hệ thống cảng biển trải dọc 3 miền đất nước và chuỗi cung ứng khép kín, cho phép doanh nghiệp duy trì được HĐKD kể cả khi thị trường biến động.
- Cảng Gemalink là cảng nước sâu lớn nhất Việt Nam với công suất giai đoạn 1 là 1,5 triệu TEUs, đã đi vào hoạt động từ năm 2021. Đây là dự án trọng điểm và là động lực tăng trưởng của GMD trong các năm tới, dự kiến có lãi từ năm 2022 nhờ (1) tốc độ tăng trưởng nhanh (19-25%) của cụm cảng Cái Mép – Thị Vải tại tỉnh Vũng Tàu và (2) lợi thế cảng nước sâu với nhiều cầu cảng dài, có khả năng tiếp nhận nhiều tàu mẹ cùng lúc cập bến.
- Cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 1 và cảng Nam Hải Đình Vũ còn nhiều dư địa tăng trưởng, đặc biệt trong bối cảnh nguồn cầu tại khu vực phía Bắc đã tăng lên trong các năm gần đây, kỳ vọng duy trì được tốc độ tăng trưởng sản lượng trên 20% tới 2022.
- Mảng logistics đã ghi nhận mức tăng trưởng đột biến đối với dịch vụ kho lạnh để lưu trữ mặt hàng thực phẩm/thủy sản. Xu hướng này dự kiến sẽ duy trì trong năm 2021 dựa trên trạng thái xuất siêu của nền kinh tế.

### ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Gemadep là doanh nghiệp khai thác cảng tư nhân hàng đầu Việt Nam với hệ thống cảng được trang bị hiện đại và trải dọc 3 miền đất nước. Năm 2021 sẽ là năm bản lề để GMD bước vào giai đoạn tăng trưởng mới 2 chữ số, nhờ sự đóng góp của siêu cảng Gemalink và giai đoạn 2 của cảng Nam Đình Vũ. Agriseco Research khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu GMD với mức giá mục tiêu tới cuối năm là 40.000 đ/cp (upside 22%) theo phương pháp chiết khấu FCFF. Trường hợp Gemadep có lộ trình giảm tỷ lệ sở hữu Gemalink cũng sẽ tạo cơ sở tăng giá trong ngắn hạn đối với giá cổ phiếu.

## THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

**Công ty Cổ phần Gemadept (HSX: GMD):** được thành lập từ năm 1990, trước trực thuộc Liên Hiệp Hàng Hải Việt Nam. Công ty đã chuyển đổi sang mô hình cổ phần vào năm 1993 với số vốn điều lệ là 6,2 tỷ đồng. Tính đến năm 2020, doanh nghiệp đã mở rộng và hoạt động trong 2 lĩnh vực chính bao gồm khai thác cảng và hoạt động logistic. Ngoài ra, GMD còn đầu tư chiến lược vào các mảng khác như bất động sản và trồng rừng. Hiện tổng số cảng đang khai thác của doanh nghiệp là 7, trong đó có 2 cảng cạn ICD chuyên để trung chuyển hàng hóa, nằm rải rác từ miền Bắc đến Nam đất nước.

1993

2002

2013

2017

2021

Chuyển đổi sang mô hình CTCP

Niên yết cổ phiếu GMD

Khai thác cảng Nam Hải Đình Vũ

Khai thác cảng Nam Đình Vũ

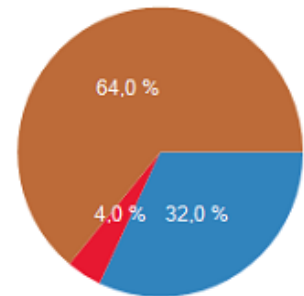
Khai thác cảng Gemalink

### Cơ cấu cổ đông

GMD có cơ cấu cổ đông không quá cô đặc, cụ thể, các thành viên ban lãnh đạo chỉ chiếm 4% tỷ lệ sở hữu, các cổ đông lớn chiếm 33% và phần còn lại thuộc về các cổ đông khác. Top 5 các cổ đông lớn và HĐQT cập nhật ngày 25/02/2021 gồm:

- Công ty TNHH SSJ Consulting (Việt Nam): 10%
- KIM Vietnam Growth Equity Fund: 6,18%
- Lê Thúy Hương: 4,96%
- ReCollection Private Limited: 4,59%
- PYN Elite Fund: 4,77%

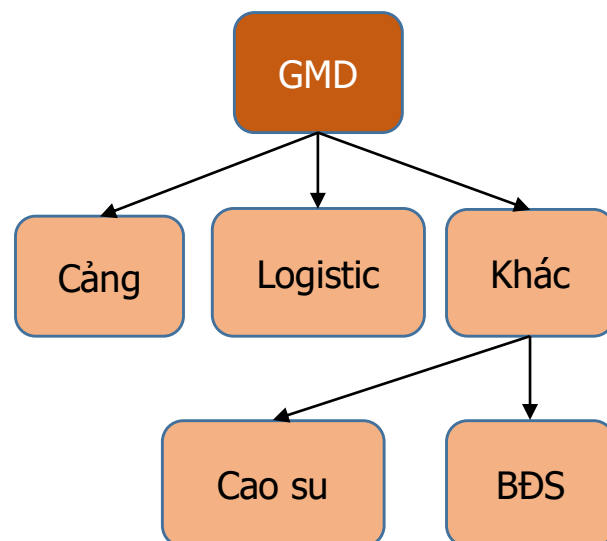
### Cơ cấu cổ đông của GMD



■ Cổ đông lớn ■ Ban lãnh đạo ■ Khác

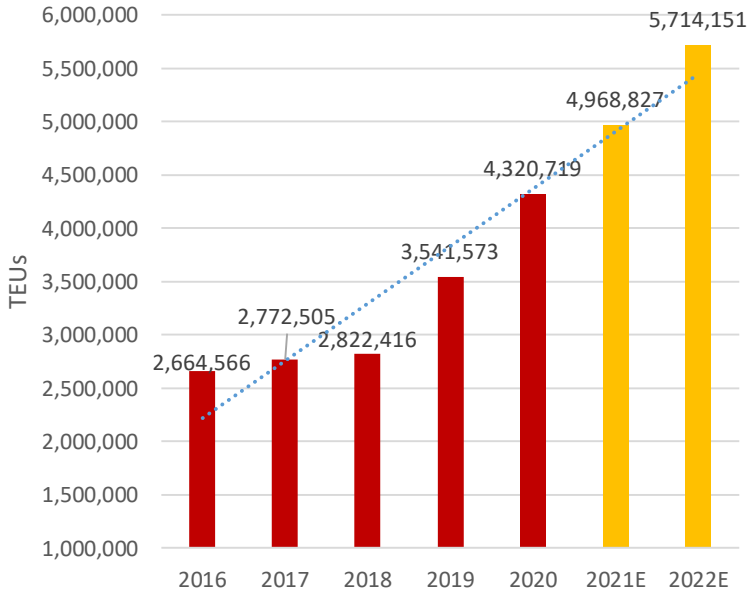
### Vị thế doanh nghiệp

- Khai thác cảng: GMD hiện đang quản lý vận hành hệ thống cảng ở Hải Phòng, Quảng Ngãi, Bình Dương và Thành phố Hồ Chí Minh, bao gồm cảng Phước Long ICD, Nam Hải ICD, Nam Hải Đình Vũ, Nam Hải, Dung Quất, Nam Đình Vũ. Bên cạnh đó, GMD và đối tác CMA-CGM đang xúc tiến triển khai dự án cảng Gemalink Cái Mép - Thị Vải.
- Dịch vụ logistics: GMD là một trong số ít các công ty logistics Việt Nam có thể cung cấp dịch vụ logistics trọn gói nhờ sở hữu hệ thống dịch vụ khép kín, từ cảng biển, kho hàng và các phương tiện vận tải nằm tại các vị trí kinh tế trọng điểm trên cả ba miền Bắc, Trung, Nam.
- Trồng cao su: GMD có diện tích trồng rừng cao su ở Campuchia là 10.000 ha.
- Bất động sản: GMD sở hữu hai dự án Saigon Gem (Quận 1 - Thành phố Hồ Chí Minh) và khu phức hợp Gemadept (Viêng Chăn - Lào).

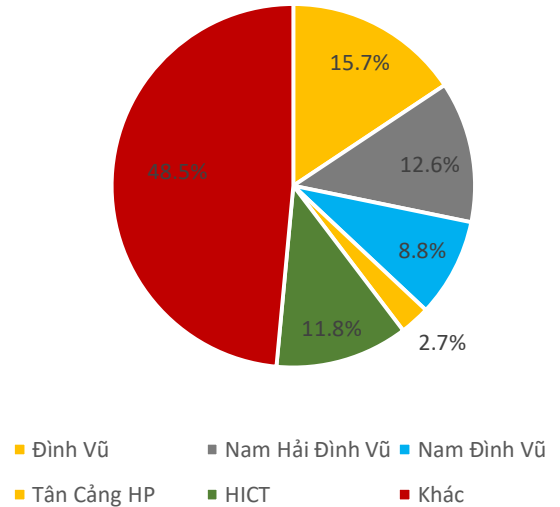


## THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

### Mảng khai thác cảng



### Cụm cảng Phía Bắc



### Dự báo sản lượng cụm cảng phía Bắc

### Thị phần các nhà cảng 2020

#### Sản lượng hàng hóa vận chuyển qua đường biển tăng:

- Đây là cụm cảng có vị trí địa lý thuận lợi, nằm gần biên giới Trung Quốc và là trung tâm trung chuyển hàng từ miền Nam Việt Nam. Đây cũng là khu vực có hoạt động khai thác cảng khá sôi động với nhiều cái tên lớn tham gia như Cảng Đình Vũ, Đoạn Xá, Nam Hải, Nam Đình Vũ và Nam Hải Đình Vũ. Chiếm tỷ trọng lớn nhất trong việc đóng góp công suất khai thác của cụm cảng phía Bắc tới từ khu vực Hải Phòng với hơn 35% đến từ các nhà cảng ở đây. Trong đó GMD vẫn là đơn vị khai thác cảng lớn nhất khu vực này với thị phần hơn 37%, lớn hơn khá nhiều so với cảng nước sâu HICT.
- Sản lượng hàng hóa năm 2019 và 2020 qua khu vực cảng biển phía Bắc đã ghi nhận mức tăng ấn tượng, trung bình lần lượt đạt 25% và 22%. Agriseco Research dự phóng các nhà cảng tại khu vực này có thể ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng cao, trung bình đạt 15% trong các năm tới dựa vào những kỳ vọng từ: (1) Hiệp định EVFTA và (2) Xu hướng chuyển dịch dây chuyền sản xuất sang Việt Nam.

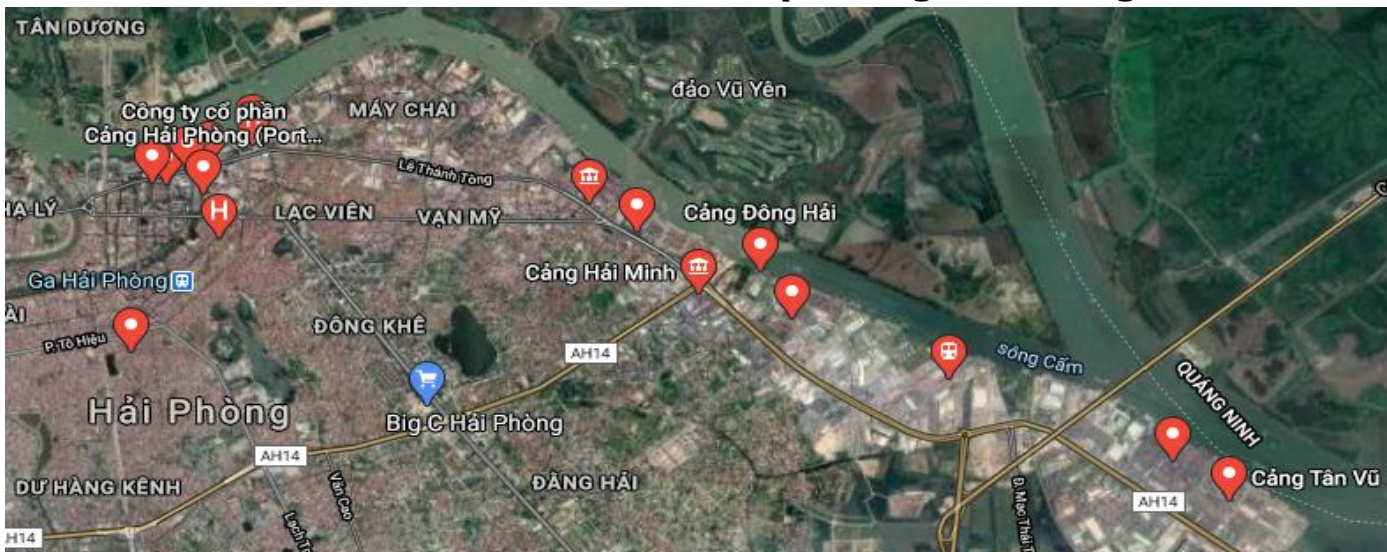
#### Hiện tượng thiếu container rỗng làm chậm tốc độ tăng trưởng:

- Do ảnh hưởng của dịch Covid-19, chuỗi cung ứng bị gián đoạn và làm giảm tốc độ lưu chuyển của hàng hóa, dẫn đến tình trạng thiếu hụt container rỗng để đóng và vận chuyển hàng. Ngoài ra, điều này còn dễ gây ra tình trạng tăng giá cước vận chuyển, gây khó khăn cho các doanh nghiệp có nhu cầu vận chuyển hàng hóa trong và ngoài nước.
- Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tình trạng này sẽ bớt trầm trọng vào giữa năm 2021 sau khi nhu cầu vận chuyển hàng hóa dịp Tết giảm xuống và dịch bệnh trên thế giới được kiểm soát, chuỗi cung ứng được nối lại và hàng hóa có thể lưu thông bình thường.

## THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

## Mở khai thác cảng

## Cụm cảng Hải Phòng – Phía Bắc



## Cụm cảng Hải Phòng – Tình trạng cạnh tranh tiếp diễn

- **Cạnh tranh tại khu vực Cảng HP:** Là cụm cảng đóng góp lớn nhất vào hoạt động khai thác cảng của khu vực phía Bắc và chịu sự cạnh tranh khá căng thẳng từ các nhà cảng trên sông Cấm và Lạch Huyện.
- **Xu hướng phát triển của khu vực Cảng HP:** Do ảnh hưởng của dịch Covid-19, các hãng tàu có xu hướng hợp tác với nhau để cắt giảm chi phí, đi kèm với đó là việc tăng kích thước tàu vận chuyển. Điều này sẽ đẩy mạnh nhu cầu cho các cảng nước sâu, tuy nhiên, nguồn cung cho hình thức cảng này còn hạn chế do chỉ có một số ít cảng hạ nguồn như HICT và Nam Đình Vũ có thể đáp ứng được.

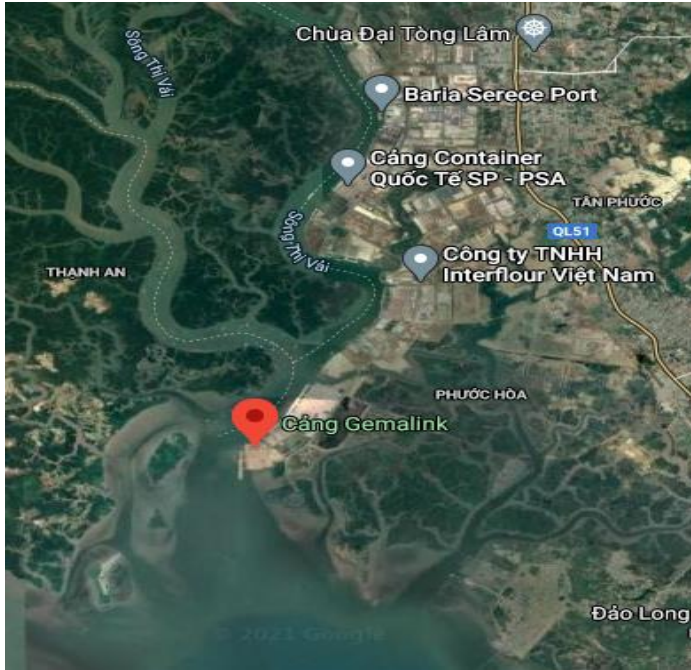
**Dự kiến, sự cạnh tranh giữa các doanh nghiệp hoạt động tại cụm cảng HP sẽ tiếp tục gia tăng, nguyên nhân bởi:**

- Xu hướng gia tăng kích thước của đội tàu vận chuyển đòi hỏi nguồn cung từ các cảng nước sâu có đầu tư cơ sở hạ tầng hiện đại và các cầu cảng chuyên dụng.
- Giá dịch vụ khai thác và bốc dỡ dự kiến sẽ gia tăng 10% đối với một số cảng ở khu vực sông Cấm, dẫn đến việc thu hẹp sự chênh lệch giá dịch vụ giữa cụm cảng này và cụm cảng Lạch Huyện. Cụ thể:

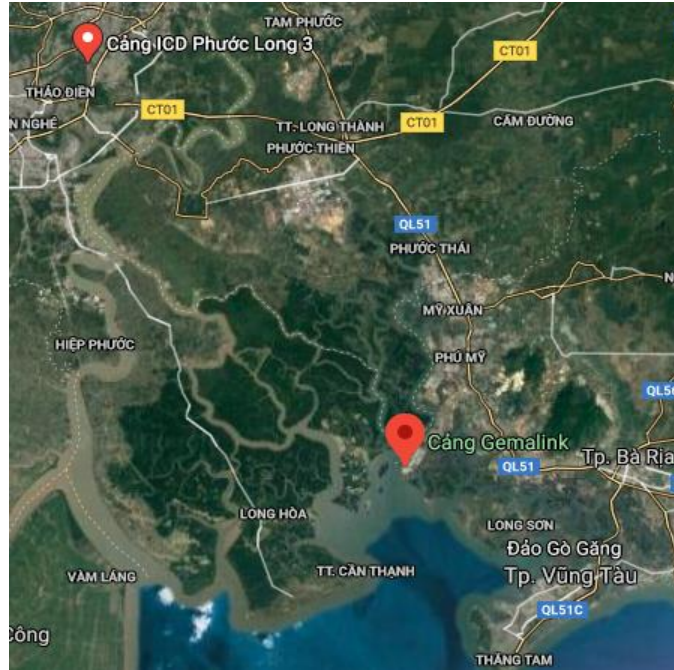
Đơn vị: USD/Container	2021	2022	2023
<b>Container 20 ft</b>			
Sông Cấm	36	40	44
Lạch Huyện	57	57	63
<b>Chênh lệch</b>	<b>21</b>	<b>17</b>	<b>19</b>
<b>Container 40 ft</b>			
Sông Cấm	55	61	67
Lạch Huyện	85	85	94
<b>Chênh lệch</b>	<b>30</b>	<b>24</b>	<b>27</b>
<b>Container trên 40 ft</b>			
Sông Cấm	63	69	76
Lạch Huyện	94	94	103
<b>Chênh lệch</b>	<b>31</b>	<b>25</b>	<b>27</b>

## THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

### Mảng khai thác cảng



### Cụm cảng CM - TV



#### Cụm cảng phía Nam:

- Triển vọng từ cụm cảng Cái Mép – Thị Vải: Làm cụm cảng nước sâu với hoạt động khai thác diễn ra sôi nổi. Agriseco dự phóng tăng trưởng ở cụm cảng này trong năm 2021 có thể đạt 21% bởi: (1) Xu hướng ưa chuộng các cảng nước sâu, (2) xu thế mở cửa thương mại của chính phủ và (3) hưởng lợi từ việc tăng giá cước dịch vụ.

#### Kỳ vọng vào Gemalink:

- Với công suất thiết kế giai đoạn 1 đạt 1.500.000 TEUs/năm, nguồn cung của khu vực CM-TV sẽ được gia tăng đáng kể sau khi cảng Gemalink đi vào hoạt động.
- Vị trí thuận lợi, nằm ở cửa biển, thuận lợi cho tàu thuyền cập cảng và quay đầu. Ngoài ra, vị trí của cảng này cũng khá gần với cảng ICD Phước Long của Gemadept, điều này sẽ giúp doanh nghiệp có khả năng cạnh tranh về giá cước vận tải với các công ty khác trong ngành.
- CMA-CGM được kỳ vọng sẽ giúp GML tăng tỷ trọng sản lượng container tại khu vực CM-TV: vừa qua, hãng tàu CMA-CGM đã quyết định giảm tỷ lệ sở hữu đối với GML xuống 12,75%. Tuy nhiên, với việc có CMA-CGM là cổ đông lớn, Agriseco Research tin rằng GML sẽ được hưởng lợi do: (1) các đơn hàng của hãng tàu này với cảng TCIT sẽ có xu hướng chuyển dần sang GML và (2) hỗ trợ nguồn cung từ Ocean Alliance.

#### Cảng ICD Phước Long

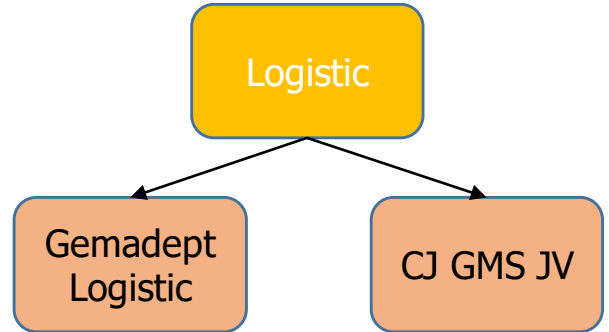
- Là một cảng cận nội địa với chức năng là đơn vị trung chuyển hàng hóa ra các cảng sông/cảng biển khác. Năm 2020 đã ghi nhận nhu cầu lớn đối với dịch vụ kho lạnh (CFS) để lưu trữ các mặt hàng thực phẩm/thủy sản.
- Với việc có vị trí khá gần với cảng Gemalink, các doanh nghiệp có nhu cầu xuất/nhập khẩu hàng hóa có thể sẽ chuyển 1 phần đơn hàng của mình sang cảng ICD này để được hưởng ưu đãi về giá dịch vụ. Do vậy, dự kiến số lượng đơn hàng qua cảng nội địa này sẽ tăng lên khi cảng GML lấp đầy được công suất thiết kế.

## THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

**Mảng Logistic**

Mảng kinh doanh này của GMD bao gồm các lĩnh vực sau:

- **Vận tải container quốc tế và nội thủy:** Hiện GMD đang sở hữu và khai thác đội tàu gồm 4 tàu biển, thời gian khấu hao trung bình là 10 năm, trong đó có 2 tàu mới được đầu tư với trang thiết bị tốt, ít tiêu hao nhiên liệu. Ngoài ra, đội tàu nội thủy của GMD cũng là lớn nhất trên thị trường hiện nay.
- **Vận tải đường bộ:** là mảng dịch vụ lâu năm của GMD, có lợi thế cạnh tranh lớn nhờ đội xe số lượng lớn và có hệ thống trang thiết bị hiện đại giúp giảm thiểu được chi phí. Cụ thể, GMD đang sở hữu hơn 120 xe đầu kéo, 30 xe tải nhỏ và hơn 200 tài xế hoạt động 24/24.
- **Vận tải hàng hóa dự án:** GMD là doanh nghiệp có thị phần thứ 2 tại Việt Nam về lĩnh vực vận tải hàng hóa dự án, hàng siêu trọng. Lợi thế cạnh tranh của GMD đến từ việc có hệ thống trang thiết bị hiện đại, giúp cho doanh nghiệp có thể vận chuyển tốt kể cả ở những địa hình không thuận lợi. Hiện GMD đã mở rộng lĩnh vực này sang cả các nước trong khu vực như Lào, Campuchia theo nhu cầu của khách hàng.
- **Trung tâm phân phối:** Là một mắt xích quan trọng, kết nối các mảng dịch vụ của GMD. Hiện doanh nghiệp có hệ thống kho đặt ở các trung tâm kinh tế lớn của quốc gia như Tp. Hồ Chí Minh, Hải Phòng, Bình Dương và Hà Nội. Hệ thống kho này khá đa dạng từ kho ngoại quan đến kho nội địa (ICD), từ kho bách hoa đến kho nông sản.
- **Cảng hàng không:** Cảng hàng hóa hàng không SCSC là liên doanh của Bộ Quốc phòng, Cụm cảng hàng không phía Nam, Công ty cổ phần Gemadept và một nhóm các nhà đầu tư tài chính. Đây cũng là cảng hàng không có sức chứa lớn nhất cả nước với kho hàng hóa được thiết kế với sức chứa lên tới 200.000 Tấn/năm trong giai đoạn 1.



Đại lý tàu biển là mảng hoạt động truyền thống của GMD.



GMD hiện đang đứng thứ 2 cả nước trong lĩnh vực vận tải hàng siêu trọng.



## Tình hình kinh doanh

## KQKD Q4 và cả năm 2020 của Gemadept

KQKD	Q4/2019	Q4/2020	%YoY	2019	2020	%YoY
Doanh thu	645	703	9,0%	2.643	2.604	-1,5%
<i>Dịch vụ khai thác cảng</i>	578	591	2,2%	2.338	2.160	-7,6%
<i>Dịch vụ logistics, khác</i>	67	112	67,3%	305	444	45,7%
Giá vốn	452	506	11,9%	1.630	1.653	1,4%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>193</b>	<b>197</b>	<b>2,2%</b>	<b>1.013</b>	<b>950</b>	<b>-6,2%</b>
Thu nhập TC	2	4	53,2%	107	28	-74,3%
Chi phí TC	28	18	-36,5%	147	159	8,7%
<i>Trong đó: lãi vay</i>	37	33	-10,2%	145	147	0,8%
Lãi từ Công ty Liên kết	65	48	-25,0%	236	160	-32,1%
Chi phí bán hàng	37	41	12,1%	138	138	0,3%
Chi phí quản lý DN	113	110	-2,4%	331	345	4,3%
<b>Lợi nhuận từ HĐKQ</b>	<b>82</b>	<b>80</b>	<b>-2,5%</b>	<b>741</b>	<b>496</b>	<b>-33,1%</b>
Thu nhập khác	12	8	-34,8%	19	80	320,7%
Chi phí khác	1	3	358,8%	56	63	13,7%
Thu nhập khác ròng	11	5	-57,0%	-37	17	-145,1%
<b>Thu nhập trước thuế</b>	<b>93</b>	<b>85</b>	<b>-8,7%</b>	<b>705</b>	<b>512</b>	<b>-27,3%</b>
Thuế DN	26	20	-25,8%	91	75	-17,8%
<b>LNST</b>	<b>66</b>	<b>65</b>	<b>-1,9%</b>	<b>614</b>	<b>438</b>	<b>-28,7%</b>

## Cập nhật KQKD 2020:

Lũy kế cả năm 2020, GMD đạt doanh thu 2.604 tỷ đồng (-1,5% YoY) và LNST 438 tỷ đồng (-28,7% YoY), trong đó:

- Mảng dịch vụ khai thác cảng: Tổng doanh thu mảng kinh doanh này của GMD năm 2020 đạt 2.160 tỷ đồng, giảm 7,6% YoY. Tuy vậy, số liệu từ HĐKD quý 4/2020 chỉ ra rằng hiện tượng thiếu hụt container rỗng vào cuối năm đã không ảnh hưởng nhiều đến dịch vụ này, bằng chứng là việc doanh thu khai thác cảng vẫn tăng nhẹ 2,2% so với cùng kỳ năm trước đó.
- Mảng Logistic và cho thuê văn phòng: Nguồn tiền từ mảng kinh doanh này của GMD đã có sự tăng trưởng tốt trong năm vừa qua, cụ thể doanh thu lũy kế cả năm 2020 đạt 444 tỷ đồng, lớn hơn 46% so với năm ngoái. Sự tăng trưởng của mảng dịch vụ này được dự kiến sẽ duy trì trong tương lai do: (1) nhu cầu vận chuyển hàng hóa tăng lên nhờ xu hướng mở thương mại của Chính Phủ Việt Nam và (2) nhu cầu sử dụng kho lạnh để chứa các mặt hàng thực phẩm/thủy sản tăng lên trong thời gian tới.
- Giá vốn hàng bán tăng nhẹ so với cùng kỳ: Doanh thu giảm nhẹ kết hợp với việc giá vốn tăng đã khiến biên LNG của GMD giảm ~2% so với năm 2019.
- Thu nhập tài chính 2020 giảm hơn 74% do lãi từ hoạt động thoái SCS đã được ghi nhận vào năm 2019.
- Lãi từ công ty liên kết năm 2020 đạt 160 tỷ (-32,1%), mức giảm này có thể được giải thích bởi: (1) các công ty con trong ngành vận tải/khai thác cảng biển đều chịu ảnh hưởng từ dịch bệnh Covid-19 và (2) Cảng Gemalink đang trong quá trình xây dựng nên chưa thể bắt đầu vận hành.



## Dự phóng tình hình kinh doanh

**Hoạt động kinh doanh của GMD:**

- **Mảng khai thác cảng:** Là mảng dịch vụ có biên lợi nhuận gộp khá đều qua các năm của GMD, dao động trong ngưỡng từ 63% - 65% trong các năm từ 2017 đến 2020. Dự kiến trong tương lai, biên lợi nhuận gộp của mảng này sẽ tiếp tục được cải thiện dựa trên những kỳ vọng từ việc nâng giá sàn dịch vụ xếp dỡ container lên 10% trong giai đoạn 2021-2023. Tuy nhiên, do áp lực cạnh tranh lớn giữa các nhà cảng tại khu vực Hải Phòng, khả năng cao GMD sẽ phải theo chiến lược giảm giá ở một số dịch vụ khác để giữ khách.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Khu vực phía Bắc (tỷ đồng)	1.355	1.500	1.919	2.062	2.159	2.172
Cước phí cảng sông (nghìn đồng)	917	917	917	917	917	917
Cước phí cảng biển (nghìn đồng)	1.204	1.204	1.204	1.204	1.204	1.204
Cảng Nam Hải (TEUs)	142.500	120.000	117.000	117.000	117.000	105.000
Công suất (%)	95%	80%	78%	78%	78%	70%
Cảng Nam Hải ICD (TEUs)	475.000	475.000	475.000	500.000	500.000	500.000
Công suất (%)	95%	95%	95%	100%	100%	100%
Cảng Nam Hải Đình Vũ (TEUs)	400.000	450.000	450.000	450.000	450.000	450.000
Công suất (%)	80%	90%	100%	100%	100%	100%
Cảng Nam Đình Vũ phrase 1 (TEUs)	350.000	450.000	500.000	500.000	500.000	500.000
Công suất (%)	70%	90%	100%	100%	100%	100%
Cảng Nam Đình Vũ phrase 2 (TEUs)	0	0	300.000	400.000	480.000	500.000
Công suất (%)	0%	0%	60%	80%	96%	100%

**Dự báo sản lượng các nhà cảng của GMD tại khu vực Hải Phòng:**

- Sản lượng tại cảng Nam Hải được dự kiến sẽ giảm xuống trong các năm tới do: (1) vị trí thượng nguồn không thuận lợi để các tàu vận chuyển hàng đi vào và (2) xu hướng chuyển dịch sang các cảng nước sâu ở hạ nguồn.
- Cảng nội địa Nam Hải ICD được dự kiến sẽ duy trì được sản lượng qua các năm do: đây là một mắt xích quan trọng trong việc trung chuyển hàng hóa, tuy nhiên hiện đã gần đạt tối đa công suất thiết kế, ít dư địa để tăng trưởng.
- Cảng Nam Hải Đình Vũ đã đóng vai trò quan trọng đối với GMD trong nhiều năm, dự kiến sẽ tiếp tục duy trì được sản lượng cao do có vị trí thuận lợi, được hưởng lợi từ cảng Nam Đình Vũ. Tuy nhiên, sản lượng của cảng Nam Hải Đình Vũ có thể sẽ giảm xuống khi giai đoạn 2 của Cảng Nam Đình Vũ được lấp đầy công suất, dự kiến vào năm 2026.
- Cảng Nam Đình Vũ là cảng nước sâu và có vị trí thuận lợi, nằm sát cửa biển, do vậy được kỳ vọng sẽ nhận được sự ưu tiên của các hãng tàu. Dự án giai đoạn 1 của cảng này được kỳ vọng sẽ lấp đầy công suất vào năm 2022.
- Dự án Cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2 theo kế hoạch sẽ khánh thành vào năm 2022, đóng góp khoảng 300.000 TEUs vào sản lượng của GMD tại khu vực cảng phía Bắc.



## Dự phóng tình hình kinh doanh

## Cảng Gemalink – Động lực tăng trưởng của GMD

	2021	2022	2023	2024	2025
Tổng sản lượng (TEUs)	850.500	1.052.069	1.301.818	1.611.351	1.995.083
% Công suất giai đoạn 1	56.7%	70.14%	86.79%	107.42%	133.01%
Tăng trưởng tổng SL		24%	24%	24%	24%
<i>Sản lượng từ Ocean Alliance</i>	629.370	786.713	983.391	1.229.238	1.536.548
<i>Tăng trưởng sản lượng</i>	-	25%	25%	25%	25%
<i>Sản lượng từ các bên khác</i>	221.130	265.356	318.427	382.113	458.535
<i>Tăng trưởng sản lượng</i>	-	20%	20%	20%	20%
Giá khai thác trung bình	1.322.400	1.322.400	1.454.640	1.498.279	1.543.227

## Dự báo sản lượng Gemalink giai đoạn 1:

- Cảng Gemalink giai đoạn 1 đã đi vào hoạt động từ Q1/2021, dự kiến sẽ đạt được hơn 56% công suất thiết kế trong năm đầu tiên hoạt động và lấp đầy công suất vào năm 2024. Với công suất thiết kế giai đoạn 1 đạt 1.500.000 TEUs/năm, nguồn cung của khu vực CM-TV sẽ được gia tăng đáng kể sau khi GML đi vào hoạt động.
- CMA-CGM sẽ giúp GML tăng tỷ trọng sản lượng container tại khu vực CM-TV: vừa qua, hãng tàu CMA-CGM đã quyết định giảm tỷ lệ sở hữu đối với GML xuống 12,75%. Tuy nhiên, với việc có CMA-CGM là cổ đông lớn, Agriseco Research tin rằng GML sẽ được hưởng lợi do: (1) các đơn hàng của hãng tàu này với cảng TCIT sẽ có xu hướng chuyển dần sang GML và (2) hỗ trợ nguồn cung từ Ocean Alliance.
- Trong tương lai, GMD có thể sẽ giảm tỷ lệ sở hữu với cảng Gemalink và nhường lại cho một shipping line khác nhằm đem lại lượng hàng ổn định cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, hiện nay chưa có các thông tin cụ thể về cấu trúc deal chuyển nhượng. Các tin tức về chuyển nhượng Gemalink (nếu có) sẽ là động lực tăng trưởng giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

Đơn vị: USD/Container

2021

2022

2023

Container 20 ft

57

57

63

Container 40 ft

85

85

94

Container trên 40 ft

94

94

103

Giá cước dịch vụ xếp dỡ đối với các nhà cảng tại khu vực Cái Mép – Thị Vải cũng sẽ thay đổi:

- Theo quy định, giá sàn đưa ra đối với dịch vụ bốc dỡ container dành cho các mặt hàng xuất, nhập khẩu dự kiến sẽ duy trì đến năm 2021 và tăng 10% vào năm 2023.
- Khác với khu vực cảng Hải Phòng, việc tăng giá sàn dịch vụ bốc dỡ container ở khu vực CM-TV được kỳ vọng sẽ tác động tích cực lên doanh nghiệp do khu vực này có ít sự cạnh tranh hơn so với phía Bắc.



## Dự phóng tình hình kinh doanh

## Cảng Gemalink – Động lực tăng trưởng của GMD

Đơn vị: Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Tổng Doanh thu GML</b>	1.125	1.391	1.894	2.414	3.079
Tổng sản lượng (TEUs)	850.500	1.052.069	1.301.818	1.611.351	1.995.083
Giá khai thác trung bình (đồng)	1.322.400	1.322.400	1.454.640	1.498.279	1.543.227
<b>Tổng chi phí</b>	731	904	1.136	1.449	1.847
<b>Lợi nhuận gộp</b>	394	487	757	966	1.232
Chi phí SGA	56	70	95	121	154
Chi phí lãi vay	320	288	256	224	192
Lỗ do chênh lệch tỷ giá	26	24	21	18	15
<b>LNTT của GML</b>	-9	106	386	604	871
Tax rate	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	8,00%
<b>Lợi nhuận GML</b>	-9	106	386	604	801
Tỷ lệ sở hữu của GMD	65,13%	65,13%	65,13%	65,13%	65,13%
<b>Lợi nhuận của GML cho GMD</b>	-6	69	251	393	522

## Dự phóng KQKD của cảng Gemalink tới 2025:

- Agriseco Research kỳ vọng cảng Gemalink bắt đầu có lãi vào năm 2022 với sản lượng dự tính đạt hơn 1 triệu TEUs tương đương 70% công suất thiết kế giai đoạn 1. Giá khai thác dịch vụ cảng trung bình ở khu vực Cái Mép – Thị Vải sẽ được dự phóng tăng 10% vào năm 2021 và 2023, sau đó tăng 3% cho các năm sau đó.
- Gemalink sẽ tận dụng được tốc độ tăng trưởng nhanh (19-25%) của nhóm cảng Cái Mép Thị Vải - thuộc Khu vực Bà Rịa Vũng Tàu. Với nhiều lợi thế từ các cầu cảng dài và khu vực nước sâu thuận lợi, tốc độ tăng trưởng sản lượng trung bình tới năm 2025 của cảng Gemalink được dự phóng ở mức 24%.
- Theo quy định, cảng Gemalink sẽ được hưởng lợi thuế suất 0% trong 4 năm đầu, 8% trong 7 năm tiếp theo, sau đó, áp dụng mức 15%.
- Giai đoạn 2 của cảng Gemalink được kỳ vọng sẽ đóng góp thêm 900.000 TEUs vào cho toàn dự án, nâng tổng công suất thiết kế lên 2,4 triệu TEUs, dự kiến sớm được xây dựng và đi vào hoạt động vào năm 2025 sau khi doanh nghiệp đã đạt được tối đa công suất giai đoạn đầu tiên.



## Dự phóng tình hình kinh doanh

Đơn vị: tỷ đồng	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh số thuần</b>	2,604	2,957	3,589	4,017	4,409	4,673
<i>Tăng trưởng</i>	-1.5%	13.6%	21.4%	11.9%	9.8%	6.0%
Lãi gộp	951	1,134	1,317	1,502	1,676	1,763
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	37%	38%	37%	37%	38%	38%
Chi phí bán hàng	-138	-157	-190	-213	-234	-248
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-345	-378	-459	-514	-564	-598
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	160	243	342	559	740	918
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	497	678	824	1,121	1,397	1,603
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	455	563	689	963	1,223	1,413
<b>LNST của Cổ đông của Công ty mẹ</b>	377	474	581	842	1,091	1,273
<i>Tăng trưởng</i>	-27%	26%	23%	45%	30%	17%

**Dự báo KQKD của GMD:**

- Trong năm 2021, Agriseco Research kỳ vọng GMD đạt được mức tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận sau thuế trung bình lần lượt là 13,6% và 26%. Trong đó, doanh thu từ mảng hoạt động khai thác cảng được kỳ vọng sẽ tăng trưởng 13% trong năm tới còn mảng Logistic tiếp tục duy trì được đà tăng cao từ Q4/2020, dự kiến 20% trong 2021.
- Động lực của doanh thu khai thác cảng của GMD tới từ cụm cảng phía Bắc, cụ thể kỳ vọng hai nhà cảng là Nam Hải Đình Vũ và Nam Đình Vũ sẽ tăng tiêm cận công suất tối đa trong năm tới.
- Lãi thuần sau thuế của doanh nghiệp được dự phóng đạt mức 563 tỷ đồng, tăng trưởng 23% so với năm 2020. Trong đó, lãi từ công ty liên kết năm 2021 tăng 83 tỷ, cơ sở chính từ việc Gemalink đạt tới điểm hòa vốn vào cuối 2021.

**Công ty liên doanh/liên kết:**

- Cảng GML bắt đầu hoạt động vào đầu năm 2021 và kỳ vọng sẽ đạt khoảng 60% công suất thiết kế tương đương 850.000 TEUs. Agriseco Research kỳ vọng cảng này sẽ có lãi vào năm 2022 sau khi đạt được trên 70% công suất thiết kế, tương đương mức sản lượng trong năm đạt hơn 1 triệu TEUs.
- Công ty Dịch vụ hàng hóa Sài Gòn (SCS): SCS là công ty hoạt động trong lĩnh vực khai thác ga hàng không, cụ thể 3 lĩnh vực chính bao gồm khai thác khu vực sân đậu, khu vực nhà ga/hàng hóa và khu vực nhà kho. Tốc độ tăng trưởng lũy kế CAGR của DN trong 5 năm gần đây là 19%, tuy nhiên con số này sẽ được điều chỉnh giảm xuống trong 2021 sau khi cân nhắc sự ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19.
- Về mảng Logistic, hiện GMD đã thoái vốn tại 2 công ty là Gemadept Logistic Holding và Gemadept Shipping Holding từ năm 2019, tỷ lệ sở hữu hiện tại lần lượt là 49,1% và 50%. Tính riêng trong năm Q4/2020, doanh thu từ dịch vụ Logistic đã tăng hơn 45% so với cùng kỳ năm trước. Do vậy, dự báo tăng trưởng lợi nhuận của 2 công ty này cũng sẽ được dự phóng duy trì ở mức trung bình khoảng 30%, phù hợp với xu hướng tăng trưởng của ngành.



## Định giá và khuyến nghị

<b>Assumptions</b>	
Beta calculated	0.93
Beta adjusted	0.95
Risk free rate	2.70%
market risk premium	10.50%
<b>Cost of equity</b>	<b>12.68%</b>
<b>Cost of debt after tax</b>	<b>7%</b>
E/V (target)	79%
D/V (target)	21%
<b>WACC</b>	<b>11.487%</b>
<b>Other Assumptions</b>	
Long-term growth	5.25%

**Các giả định sử dụng trong mô hình:**

- Hệ số Beta điều chỉnh: được tính theo công thức  

$$\text{Beta adjusted} = \text{Beta calculated} * 2/3 + 1/3$$
- Lãi suất phi rủi ro: là yield trung bình của trái phiếu Chính phủ có kỳ hạn 10 năm
- Mức độ tăng trưởng dài hạn của doanh nghiệp sau năm 2025 được duy trì ở mức 5,25%, dựa trên những kỳ vọng về doanh nghiệp trong trường hợp không có dự án mới phát sinh.
- Thời gian chiết khấu dòng tiền của năm 2021 là 0,5 năm, dựa trên giả định dòng tiền kinh doanh sẽ về vào giữa năm.
- Lãi suất chiết khấu WACC được sử dụng để chiết khấu dòng tiền tự do là 11,487%.

		Long-term Growth rate				
		40,765	5%	5.25%	5.75%	6%
WACC	12.5%		34029	35130	37184	38094
	12%		36410	37696	40121	41206
	11.47%		39333	40872	43799	45119
	11%		42371	44193	47699	49299
	10.50%		46170	48386	52704	54701

**Kết quả phương pháp FCFF:**

- Giá mục tiêu: 40.000 đ/cp tương đương upside 22% so với mức giá tại ngày 16/03/2021.
- Khoảng giá: dựa vào sự thay đổi lãi suất chiết khấu (WACC) và kỳ vọng về mức tăng trưởng dài hạn của GMD, giá của cổ phiếu có thể thay đổi trong khoảng từ 34.000 – 54.000 đ/cp.

## Đánh giá chung

### ĐIỂM MẠNH:

- Gemadept là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực khai thác cảng và hoạt động logistics. Lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp đến từ hệ thống cảng biển có công suất thiết kế lớn, nằm trải dài 3 miền đất Nước.
- Doanh nghiệp có thể cung cấp chuỗi dịch vụ khép kín, nhờ vào hệ thống trang thiết bị đầy đủ và đội tàu lớn, do vậy có thể kỳ vọng vào sự tăng trưởng của GMD ngay cả khi thị trường chung gặp khó khăn.
- Đội ngũ lãnh đạo lâu năm, giàu chuyên môn được kỳ vọng sẽ giúp doanh nghiệp tiếp tục duy trì được vị thế số 1 trong ngành.

### ĐIỂM YẾU:

- Ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19 có thể sẽ ảnh hưởng tới chuỗi cung ứng của các nền kinh tế, khiến việc lưu thông hàng hóa gặp khó khăn và dẫn đến tình trạng thiếu hụt container rỗng, làm giảm khả năng khai thác của doanh nghiệp.
- Cụm cảng phía Bắc có thể sẽ tiếp tục ghi nhận sự cạnh tranh gay gắt giữa các nhà cảng, ngoài ra việc quyết định nâng giá sà lan dịch vụ bốc dỡ có thể khiến GMD phải giảm giá thành ở một số dịch vụ khác để giữ khách.

### CƠ HỘI:

- Động lực tăng trưởng chính của GMD trong các năm tới được kỳ vọng tới từ cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2 tại khu vực phía Bắc và cảng Gemalink tại khu vực phía Nam. Cụ thể, cảng Gemalink được kỳ vọng sẽ đóng góp hơn 1,5 triệu TEUs sản lượng mỗi năm cho cụm cảng Cái Mép – Thị Vải và đạt tối đa công suất thiết kế vào năm 2025 còn cảng Nam Đình Vũ sau khi hoàn tất GD2 sẽ đóng góp thêm 500.000 TEUs cho toàn dự án.
- Các hiệp định EVFTA sau khi có hiệu lực dự kiến sẽ thúc đẩy việc XNK hàng hóa và giúp gia tăng doanh thu cho GMD.
- Mảng dịch vụ Logistics tiếp tục cho thấy sự tăng trưởng ấn tượng trong năm 2020 và kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì được mức tăng này trong các năm sau.

### RỦI RO:

- Rủi ro dịch bệnh kéo dài gây ra sự biến động của các nền kinh tế trên thế giới làm biến động nguồn hàng của GMD.
- Rủi ro từ sự cạnh tranh của các nhà cảng khác.
- Rủi ro về quản lý khai thác cảng, có thể xảy ra trong quá trình hoạt động.



**Góc nhìn kỹ thuật:** Cổ phiếu GMD đang tích lũy tại vùng giá 32.500, nơi có sự giao nhau của các đường trung bình động MA20, MA50 và MA65. Nhà đầu tư có thể xem xét mua vào ở mức giá 31.500 - 32.500đ, giá mục tiêu 40.000đ, cắt lỗ nếu thủng 29.000đ.

## ĐỒ THỊ THAM KHẢO





## MẠNG LƯỚI DỊCH VỤ

## Miền Bắc

0246.2762.666

## Trụ sở chính

Tầng 5 tòa nhà Artex, 172 Ngọc Khánh, P. Giảng Võ, Q. Ba Đình, Hà Nội.

## Chi nhánh miền Bắc

Tầng 3, Tower 1, Times City, 458 Minh Khai, P. Vĩnh Tuy, Q. Hai Bà Trưng, HN

25 cơ sở phát triển dịch vụ  
đặt tại chi nhánh  
Ngân Hàng Agribank

6 điểm tại Hà Nội

Agribank Hà Tây  
Agribank Nam Hà Nội  
Agribank Tây Hà NộiAgribank Trảng An  
Agribank Tây Đô  
Agribank PGD số 3 – CN Sở giao dịch

19 điểm tại chi nhánh Agribank các tỉnh

Hà Giang  
Lạng Sơn  
Tuyên Quang  
Bắc Giang  
Quảng NinhLào Cai  
Hòa Bình  
Sơn La  
Bắc Ninh  
Hà NamHải Dương  
Hải Dương II  
Hải Phòng  
Bắc Hải Phòng  
Nam ĐịnhThái Bình  
Thanh Hóa  
Nghệ An  
Hà Tĩnh

## Miền Trung

0236.3671.666

## Chi nhánh miền Trung

Tòa nhà Agribank, số 228 đường 2/9, P. Hòa Cường Bắc, Q. Hải Châu, TP Đà Nẵng.

13 Cơ sở phát triển Dịch vụ  
đặt tại chi nhánh  
Ngân hàng AgribankQuảng Bình  
Quảng Trị  
Huế  
Đà Nẵng  
Quảng Nam  
Quảng Ngãi  
Kon TumBình Định  
Gia Lai  
Phú Yên  
Đắk Lắk  
Khánh Hòa  
Đắk Nông

## Miền Nam

0283.8216.362

## Chi nhánh miền Nam

179A Nguyễn Công Trứ (2A Phó Đức Chính), Quận 1, TP. Hồ Chí Minh.

## PGD Nguyễn Văn Trỗi

Số 207 Nguyễn Văn Trỗi, Quận Phú Nhuận, TP. Hồ Chí Minh

23 cơ sở phát triển dịch vụ  
đặt tại chi nhánh  
Ngân Hàng AgribankLâm Đồng  
Bình Dương  
Đồng Nai  
Tây Ninh  
Ninh ThuậnTrà Vinh  
Bà Rịa-Vũng Tàu  
Đồng Tháp  
Gò Công-Tiền Giang  
An Giang  
Bình Phước  
Bến TreTrà Vinh  
Sóc Trăng  
Bạc Liêu  
Cần Thơ  
Long An  
Cà MauVĩnh Long  
Kiên Giang  
Chi nhánh Trường Sơn  
Chi nhánh Quận 5

## KHUYẾN CÁO

Bản tin này (gồm các thông tin, ý kiến, nhận định và khuyến nghị nêu trong bản tin) được thực hiện/gửi với mong muốn cung cấp cho nhà đầu tư thêm các thông tin liên quan đến thị trường chứng khoán. Thông tin nêu trong bản tin được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo các thông tin nêu trong bản tin này là hoàn toàn chính xác và đầy đủ. Bản tin này được thực hiện/gửi bởi chuyên viên và không đại diện/nhân danh Agriseco. Agriseco không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.