

# CTCP GEMADEPT (GMD – HOSE)

## “Khó khăn trong ngắn hạn, hồi phục trong trung và dài hạn”

### KHẢ QUAN

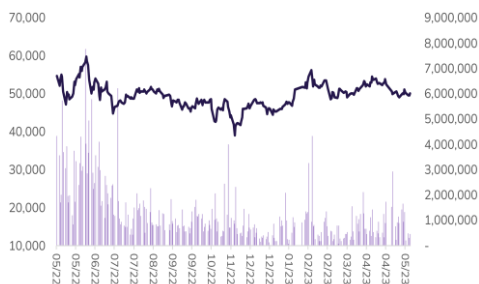
Trần Quang Huy, ACCA

Email: [huy.tranquang@abs.vn](mailto:huy.tranquang@abs.vn)

#### THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	: Cảng biển - Logistic
Ngày báo cáo	: 24/5/2023
Giá hiện tại (VND/CP)	: 50.200
Giá mục tiêu (VND/CP)	: 54.250
Tỷ lệ tăng (%)	: <b>8,1%</b>
Vốn hóa (Tỷ VND)	: 15.129
SLCPLH (CP)	: 301.377.957

#### DIỄN BIẾN GIÁ



Nguồn: ABS Research

#### CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2021A	2022A
Tăng trưởng DTT (%)	23,1%	21,6%
Tăng trưởng LNST (%)	64%	61%
Biên LNG (%)	35,6%	44,1%
Biên LNST (%)	19,1%	25,5%
ROA (%)	6%	8%
ROE (%)	10%	15%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,31	0,31
EPS (VND/CP)	1.869	3.034
BVPS (VND/CP)	20.967	22.981

#### Luận điểm đầu tư

- Năm 2022, doanh thu thuần của GMD đạt 3.898 tỷ VND, tăng 21,6% svck năm 2021. LNST của CĐ Công ty mẹ đạt 994 tỷ VND, tăng trưởng mạnh 62,6% svck cả năm 2021. Điều này đạt được do suốt nửa đầu năm Công ty được hưởng lợi từ ngành và xu thế chung. Tuy nhiên trong từ giai đoạn Q3/2022, KQKD của GMD sụt giảm do chịu nhiều áp lực từ chu kỳ thế giới đi xuống.
- Doanh thu thuần Q1/2023 ghi nhận ở mức 902 tỷ VND (giảm -15% QoQ) do sụt giảm sản lượng hàng hóa qua cảng, tuy nhiên LNST Q1/2023 ghi nhận đạt mức 255 tỷ VND (tăng +18% QoQ) một phần nhờ vào việc quản trị chi phí giá vốn và việc không phải ghi nhận khoản lỗ từ chi phí khác.
- Về ngắn hạn**, chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh cốt lõi của Công ty sẽ còn gặp nhiều khó khăn do tiếp tục chịu ảnh hưởng từ xu thế chung của ngành. Tuy nhiên, thương vụ thoái vốn tại cảng Nam Hải Đình Vũ sẽ là yếu tố hỗ trợ KQKD và dòng tiền trong năm 2023 (chi tiết [trang 5](#)).
- Về dài hạn**, các yếu tố vĩ mô của ngành cảng Việt Nam, lợi thế cạnh tranh từ vị thế hàng đầu của GMD và việc sở hữu chuỗi giá trị mảng Logistic hoàn thiện sẽ là những luận điểm đầu tư đáng thuyết phục (chi tiết [trang 6](#)).
- Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế của GMD năm 2023 lần lượt là 3.819 tỷ VND (-2% svck) và 2.061 tỷ VND (+77% svck), tương đương mức giá dự phóng là **54.250 đồng/cp, tăng giá +8,1% so với hiện tại** do các triển vọng ngắn hạn và dài hạn trái chiều. Từ đó chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cổ phiếu GMD.
- Rủi ro**
  - ✓ Doanh thu mảng khai thác cảng và Logistics thấp hơn dự kiến do suy thoái kinh tế tại các thị trường chính của Việt Nam như Mỹ, châu Âu và sự cạnh tranh gia tăng từ khu cảng biển quốc tế Lạch Huyện.
- Cơ hội**
  - ✓ Khung giá dịch vụ cảng biển được điều chỉnh tăng có thể là động lực giúp tăng giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của GMD

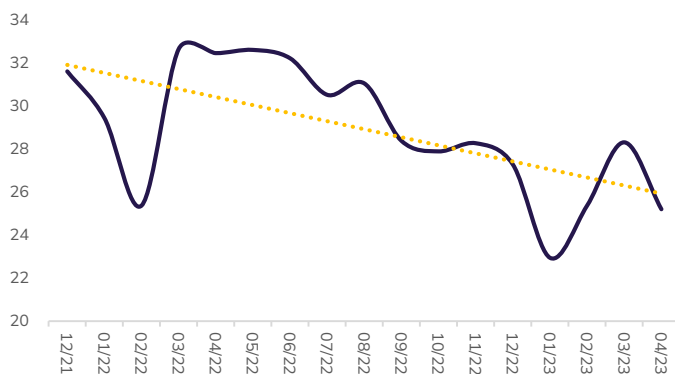
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	2.606	3.206	3.898	3.819
Tăng trưởng doanh thu thuần (%)	-1%	23%	22%	-2%
Lợi nhuận gộp	950	1.142	1.718	1.529
Biên lợi nhuận gộp (%)	36%	36%	44%	40%
Doanh thu tài chính	5	28	32	1.261
Chi phí tài chính	(146)	(121)	(124)	(138)
Chi phí bán hàng	(137)	(154)	(142)	(181)
Chi phí QLDN	(341)	(295)	(524)	(461)
Lãi/(lỗ) từ công ty LD/LK	164	241	402	327
Lợi nhuận từ HĐKD	494	841	1.361	2.338
Lãi/(lỗ) khác	19	(35)	(53)	(15)
Lợi nhuận trước thuế	513	806	1.308	2.322
Lợi nhuận sau thuế	440	721	1.161	2.061
LNST cổ đông Công ty mẹ	371	612	994	1.928
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế (%)	17%	22%	30%	54%

Nguồn: GMD, ABS Research

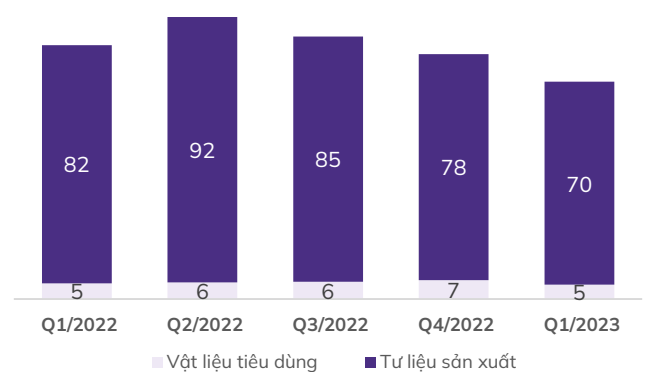
## Cập nhật ngành

- Sản lượng hàng hóa xuất nhập khẩu và sản lượng hàng container qua cảng biển Việt Nam suy giảm rõ rệt trong nửa cuối năm 2022.** Theo thống kê của Vinamarine, xu hướng sản lượng hàng hóa container qua cảng biển giảm từ Q3/2022 do nhu cầu tiêu dùng hàng hóa suy yếu tại các thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam như Mỹ, Châu Âu. Lượng hàng hóa nhập khẩu vào Việt Nam liên tục sụt giảm kể từ Q3/2022, trong đó hàng hóa nhập khẩu là tư liệu sản xuất chiếm đến 94% giá trị hàng hóa nhập khẩu các quý trong năm. **Điều này phát lên tín hiệu sản lượng hàng hóa XNK của Việt Nam có thể vẫn sẽ duy trì xu hướng giảm và khó có thể phục hồi nhanh trong ngắn hạn, ít nhất là trong nửa đầu năm 2023.**

Thống kê giá trị hàng hóa nhập khẩu vào VN (tỷ USD)



Cơ cấu hàng hóa nhập khẩu vào VN (tỷ USD)



Nguồn: GSO, ABS Research

- Mùa cao điểm năm 2022 không diễn ra như mọi năm.** Thông thường sản lượng hàng hóa xuất nhập khẩu quý 4 hàng năm sẽ tăng trưởng tốt bậc do các nhà bán lẻ cần phải nhập lượng lớn hàng hóa phục vụ nhu cầu cho mùa lễ tết (Giáng sinh, Tết Nguyên đán...) nhưng năm nay điều này không diễn ra. Sản lượng qua các cảng khu vực phía Nam của Gemadept trong Q4/2022 và Q1/2023 bị sụt giảm mạnh do khu vực này phục vụ chính cho các tuyến đi Âu – Mỹ (khu vực có nhu cầu tiêu thụ hàng hóa sụt giảm mạnh, lượng tồn kho bán lẻ cao do áp lực lạm phát và suy thoái kinh tế).

- Báo cáo tài chính (BCTC) Q1/2023 các doanh nghiệp Cảng cho thấy doanh thu ghi nhận giảm so với Q4/2022 trung bình khoảng -14% QoQ. Theo thống kê, 3 doanh nghiệp sở hữu cảng container lớn đều ghi nhận mức doanh thu sụt giảm trong Q1/2023 so với quý liền trước. Nhìn chung, các doanh nghiệp sở hữu các cảng có quy mô lớn hơn đều có tốc độ sụt giảm doanh thu nhanh hơn các cảng có quy mô nhỏ hơn từ 8 – 10%.

Sản lượng ('000 TEUs)	Q4/2022	Q1/2022	Q2/2022	Q3/2022	Q4/2022	Q1/2023
<b>Sản lượng container cả nước</b>	<b>6.284</b>	<b>6.282</b>	<b>6.525</b>	<b>6.343</b>	<b>5.943</b>	<b>5.177</b>
Tăng trưởng QoQ (%)	+6,2%	-0,03%	+3,9%	-2,8%	-6,3%	-12,9%
<b>Sản lượng của Gemadept</b>	<b>703</b>	<b>785</b>	<b>827</b>	<b>779</b>	<b>746</b>	<b>584</b>
Tăng trưởng QoQ (%)	+5,6%	+11,8%	+5,2%	-5,8%	-4,2%	-21,7%
- Khu vực Hải Phòng	285	279	280	272	301	242
Tăng trưởng QoQ (%)	+7,9%	-2,1%	+0,5%	-3,0%	+10,7%	-19,6%
- Khu vực phía Nam	418	506	546	507	445	342
Tăng trưởng QoQ (%)	+4,1%	+21,3%	+7,9%	-7,2%	-12,3%	-23,1%

Nguồn: Vinamarine, GMD, ABS Research

Mã CK	Khu vực hoạt động	Công suất/năm (TEUs)	Doanh thu Q4/2022 (tỷ VND)	Doanh thu Q1/2023 (tỷ VND)	Biến động QoQ (%)
GMD	Hải Phòng, TP. HCM, Cái Mép	1.962.500 (*)	1.066	902	-15%
VSC	Hải Phòng	950.000	520	463	-11%
PHP	Hải Phòng	3.100.000	613	503	-18%
CLL	TP. HCM	400.000	76	73	-4%

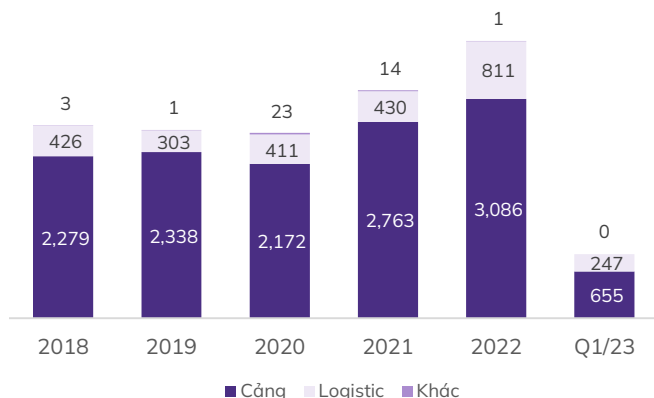
(\*) Không bao gồm Gemalink

Nguồn: BCTC Công ty, ABS Research

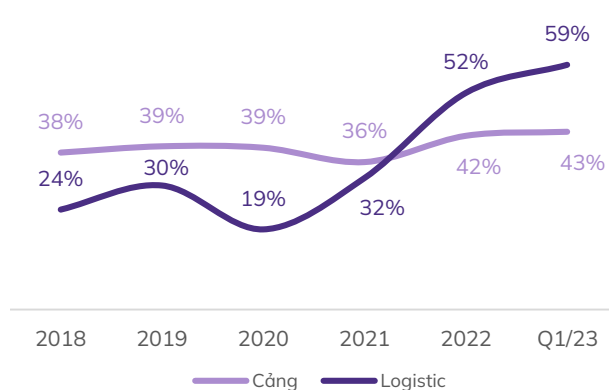
## Cập nhật doanh nghiệp

- Hoạt động cốt lõi tăng trưởng đều ở mức cao, kết quả năm 2022 đạt tăng trưởng ấn tượng. Tính từ năm 2018 (năm không còn hợp nhất kết quả kinh doanh mảng Logistic do thoái vốn thành công ty liên kết), tốc độ tăng trưởng bình quân (CAGR) lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (không tính đến hoạt động tài chính và khác) đạt 53%, đặc biệt năm 2022 đạt mức tăng trưởng 56% do nửa đầu năm Công ty được hưởng lợi từ chu kỳ ngành đi lên. Trong đó:
  - ✓ Với hoạt động khai thác cảng (chiếm 79% tổng doanh thu, và 75% lợi nhuận gộp): sản lượng hàng hóa container thông qua năm 2022 của Gemadept tăng trưởng hơn +20% YoY, cao hơn nhiều khi so sánh với mức tăng trưởng sản lượng chung của cả nước là khoảng +2% YoY.
  - ✓ Với hoạt động Logistic (kho vận) và vận tải của các công ty trong tập đoàn (chiếm 21% tổng doanh thu, và 24% lợi nhuận gộp): doanh thu mảng này tăng trưởng +89% YoY, biên lợi nhuận gộp được cải thiện mạnh mẽ từ 32% lên 52% trong năm 2022 và tiếp tục được cải thiện lên 59% trong Q1/2023.

Doanh thu của Gemadept theo mảng (tỷ VND)



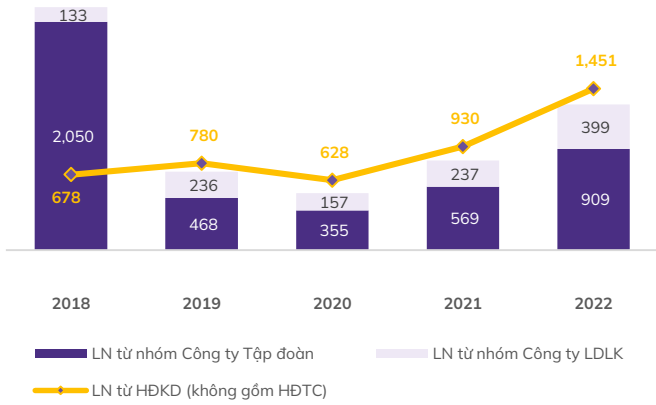
Tỷ suất lợi nhuận gộp của Gemadept theo mảng



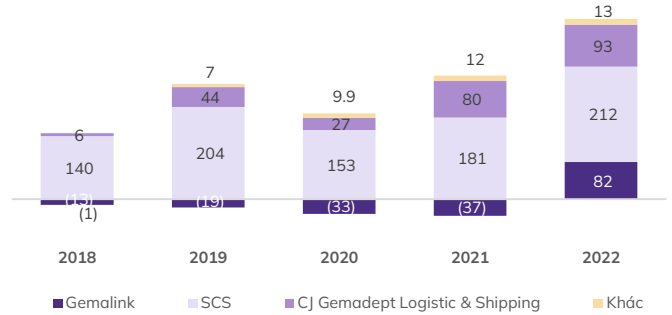
Nguồn: GMD, ABS Research

- **Chất lượng lợi nhuận trên BCTC duy trì ở mức tốt.** Trong giai đoạn 2018 – 2022 Gemadept luôn duy trì được chất lượng lợi nhuận tốt khi hầu hết lợi nhuận trước thuế của Công ty đều đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi. Ngoài ra, các Công ty liên doanh liên kết của Gemadept ngoài chức năng hoàn thiện chuỗi giá trị ngành Logistic còn mang lại nguồn lợi nhuận đáng kể (năm 2022 chiếm 34% tỷ trọng LNST, tỷ suất hoàn vốn đầu tư năm 2022 khoảng 14%/năm).

**Biến động LN của GMD qua các năm (tỷ VND)**



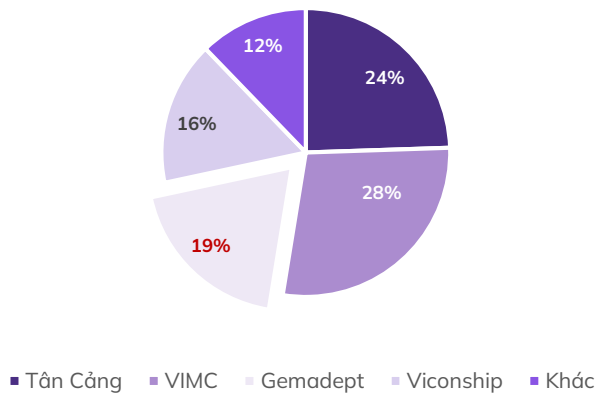
**Lợi nhuận từ nhóm Công ty LDLK (tỷ VND)**



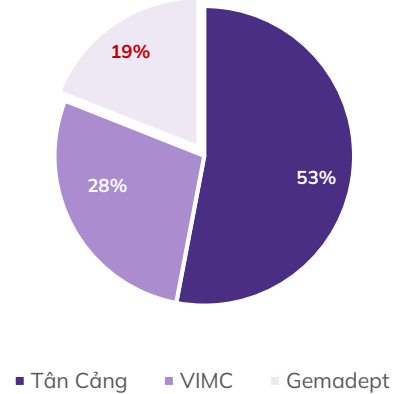
Nguồn: GMD, ABS Research

- **Năm 2022, thị phần sản lượng các cảng container của Gemalink chiếm tỷ trọng đáng kể tại 2 khu cảng được xếp hạng đặc biệt trong Quy hoạch số 1579/QĐ-TTg (Hải Phòng và Cái Mép – Thị Vải).** Năm 2022, thị phần sản lượng của Gemadept ước tính chiếm khoảng 19% tại khu vực Hải Phòng và khu vực Cái Mép – Thị Vải, chỉ đứng sau cụm cảng thuộc sở hữu của các Công ty có vốn Nhà nước/Quân đội. Trong năm 2022, tổng sản lượng hàng container qua cảng của Gemadept chiếm khoảng 12% tổng sản lượng hàng hóa trên toàn quốc. Thêm vào đó, công suất hoạt động của các cảng lớn của Gemadept là tương đối hiệu quả (khối cảng Hải Phòng của GMD đạt tỷ lệ lấp đầy là 97% - tốt hơn bình quân toàn khu vực Hải Phòng là 73%, cảng Gemalink ước tính tỷ lệ lấp đầy công suất khoảng 70% chỉ sau hơn 01 năm đi vào hoạt động).

**Thị phần theo sản lượng hàng container năm 2022 tại khu vực Hải Phòng**



**Thị phần theo sản lượng hàng container năm 2022 tại khu vực Cái Mép - Thị Vải**



Nguồn: VPA, GMD, ABS Research

- **Biểu cước dịch vụ của Gemadept đã có sự thay đổi.** Theo thống kê, giá dịch vụ bốc xếp các cảng của Gemadept năm 2023 ở khu vực Hải Phòng có tăng mạnh giá dịch vụ xếp dỡ với các container xuất nhập khẩu, tăng +21% so với năm 2022, trong khi với cảng Gemalink chỉ tăng giá nhẹ khoảng 2%. Hiện các cảng khác như Tân Vũ, Chùa Vẽ ở khu vực Hải Phòng hay Tân Cảng -Cái Mép (TCTT) ở khu vực Cái Mép - Thị Vải chưa ghi nhận mức tăng giá như trên. Điều này ngoài việc bù đắp được phần doanh thu sụt giảm do giảm sản lượng thì còn cho thấy được sức mạnh cạnh tranh của Gemadept khi đã tăng giá dịch vụ cao hơn nền giá của khu vực Hải Phòng, trong khi tình trạng dư cung ở đây vẫn tồn tại. Tuy vậy, mức giá sau tăng vẫn còn cách xa với mức giá cận trên của TT 54/2018 và chỉ bằng 1/3 so với mức phụ phí xếp dỡ mà các hãng tàu nước ngoài áp cho chủ hàng (dao động khoảng 110 – 126 USD/cont 20ft có hàng), thấp hơn nhiều so với các nước trong khu vực ĐNA.

Giá dịch vụ xếp dỡ container XNK (tàu - bãi cảng) kích cỡ 20 ft có hàng (USD)

Cảng	Giá năm 2022 (đã bao gồm VAT nếu có)	Giá năm 2023 (đã bao gồm VAT nếu có)	Thay đổi (%)	Giá cận dưới theo TT 54/2018 (chưa VAT)	Giá cận trên theo TT 54/2018 (chưa VAT)
<b>Hải Phòng</b>					
Chùa Vẽ	35	35	0%		
Tân Vũ	38	38	0%	33	53
Nam Đình Vũ	38	46	+21%		
Nam Hải	38	46	+21%		
<b>Cái Mép - Thị Vải</b>					
Gemalink	60	61.1	+2%	52	60
TCTT	60	60	0%		

Nguồn: Bảng giá dịch vụ các Công ty, ABS Research

- **Doanh thu Q1/2023 chậm lại rõ rệt.** Doanh thu thuần Q1/2023 ghi nhận ở mức 902 tỷ VND (giảm -15% QoQ) do sụt giảm sản lượng hàng hóa qua cảng, tuy nhiên LNST Q1/2023 ghi nhận đạt mức 255 tỷ VND ( tăng +18% QoQ) một phần nhờ vào việc quản trị chi phí giá vốn và việc không phải ghi nhận khoản lỗ từ chi phí khác.
- **Thương vụ thoái vốn tại cảng Nam Hải Đình Vũ (NHĐV) dự kiến sẽ hoàn thành trong nửa đầu năm 2023.** Ngày 19/4/2023, GMD và VSC đã phát ra thông báo về việc đã ký kết hợp đồng chuyển nhượng toàn bộ phần vốn tại cảng Nam Hải Đình Vũ. Tổng mức đầu tư mà Viconship dự kiến chi ra cho việc mua lại cổ phần từ phía Gemadept là khoảng 2.250 tỷ VND, Gemadept đã ghi nhận khoản nhận đặt cọc 1.000 tỷ VND từ cuối năm 2022 trên BCTC. Dự kiến sau thương vụ này, năng lực của Viconship trong hệ thống cảng container Hải Phòng sẽ được nâng từ 12% lên 17%/tổng công suất. Ngược lại, công suất Gemadept chỉ giảm từ 14% xuống 13% do giai đoạn 2 của cảng Nam Đình Vũ đi vào hoạt động trong năm 2023 và dự kiến đủ bù đắp phần công suất của NHĐV.

## Triển vọng đầu tư

- **Trong ngắn hạn, lợi nhuận đột biến từ thương vụ thoái vốn tại cảng Nam Hải Đình Vũ là yếu tố hỗ trợ ngắn hạn duy nhất cho kết quả kinh doanh của GMD.** Do môi trường kinh doanh của ngành khai thác cảng - logistic phụ thuộc nhiều vào chu kỳ kinh tế, chúng tôi cho rằng GMD sẽ vẫn còn gặp nhiều thách thức trong ngắn hạn.
  - ✓ Cụ thể, chúng tôi đánh giá việc thoái toàn bộ phần vốn tại cảng Nam Hải Đình Vũ sẽ tác động đến tình hình của Công ty trong năm 2023 như sau:
    1. **Ghi nhận một khoản lợi nhuận kế toán đột biến ước tính khoảng 1.240 tỷ VND.** Theo số liệu ước tính từ BCTC của GMD, chúng tôi cho rằng giá trị tài sản thuần của NHĐV tại thời điểm 31/12/2022 có thể ở mức khoảng 1.180 tỷ VND, đồng nghĩa giá trị phần sở hữu của GMD là khoảng hơn 1.000 tỷ tại 31/12/2022. Nếu chưa kể đến phần lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của NHĐV trong giai đoạn hoàn tất M&A trong năm 2023, rất có thể GMD sẽ ghi nhận khoản lợi nhuận đột biến khoảng 1.240 tỷ trong nửa đầu năm 2023 từ thương vụ thoái vốn nói trên;
    2. **Ước tính biến mất 300 tỷ doanh thu, 100 tỷ lợi nhuận và khoảng 1.000 tỷ tài sản/các khoản vốn chủ sở hữu khỏi Bảng cân đối kế toán do loại trừ hợp nhất.** Nếu thời điểm chuyển nhượng NHĐV cho VSC là khoảng giữa năm 2023, ABS Research dự kiến GMD sẽ chỉ hợp nhất Kết quả kinh doanh cho nửa đầu năm (theo như KQKD năm 2022 của NHĐV) và xóa sổ các khoản tài sản & nợ phải trả của Công ty con này tại thời điểm 31/12/2023;
    3. **Tạm dừng kế hoạch tăng vốn do tìm được dòng tiền thay thế.** Trước đó GMD đã có kế hoạch tăng vốn thông qua phát hành cổ phần cho cổ đông hiện hữu với giá trị khoảng huy động dự kiến là hơn 2.009 tỷ VND nhằm tài trợ cho các dự án mở rộng công suất. Hiện giá trị thương vụ bán NHĐV đã đáp ứng được phần vốn kể trên nên GMD sẽ có ý định tạm dừng kế hoạch;
    4. **Hạ nhiệt áp lực trả nợ vay.** Trước đó để tài trợ cho khoản đầu tư (Nam Đình Vũ ĐD 2, mở rộng cảng Bình Dương,...) GMD đã vay thêm gần 500 tỷ nguồn vốn vay dài hạn trong năm 2022. Việc có thêm dòng tiền đột biến được kỳ vọng giúp GMD có thêm dòng tiền, giảm áp lực trả nợ và lãi vay đến hạn trong năm 2023;

5. **Sản lượng khai thác từ cảng NHDV sẽ được chuyển sang cảng NDV.** Đặc thù ngành cảng là việc hăng tàu sẽ thường chỉ khai thác tại một số nhà cung cấp dịch vụ khai thác cảng nhất định. Do đó chúng tôi kỳ vọng việc hơn 550.000 TEUs khai thác ở NHDV sẽ không mất đi mà được chuyển sang NDV, nâng cao công suất hoạt động của cảng này.
- ✓ **Sản lượng hàng hóa chưa thể hồi phục nhanh chóng, chúng tôi kỳ vọng chu kỳ kinh tế tạo đáy và hồi phục đi lên trong nửa cuối năm 2023.** Hiện tình hình kinh tế của các thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam như Mỹ, Châu Âu, Trung Quốc vẫn đang bị bao phủ bởi bức màn u ám do mặt bằng lãi suất cao, tồn kho bán lẻ duy trì ở mức cao, số lượng đơn đặt hàng liên tục sụt giảm... Với tốc độ lạm phát đã giảm chậm dần trong 2 tháng gần đây, chúng tôi kỳ vọng về việc chu kỳ kinh tế sẽ tạo đáy trong nửa cuối năm 2023 và hồi phục dần, dẫn đến việc sản lượng sản xuất và xuất nhập khẩu của Việt Nam được phục hồi.
  - ✓ **Khu cảng biển quốc tế Lạch Huyện đã hoàn thành nạo vét, tạo điều kiện đón tàu lớn.** Điều này gây thêm áp lực cạnh tranh cho các cảng sông tại khu vực Hải Phòng do phải chia sẻ sản lượng.
  - ✓ **Mảng cao su tại Cambodia vẫn là gánh nặng.** Mặc dù theo ước tính vòng đời của cây cao su, đến năm 2016 vườn cao su của Gemadept đã có thể đưa vào khai thác. Tuy nhiên đến hiện tại khoản đầu tư nói trên vẫn đang ghi nhận trên khoản mục Xây dựng cơ bản dở dang và chưa ghi nhận doanh thu. Cùng với đó Gemadept vẫn phải thực hiện góp thêm vốn cho công ty con mảng này (năm 2022, góp thêm vốn cho Pacific Pride 24,5 tỷ VND, Pacific Lotus 7 tỷ VND). Hiện mảng này có giá trị khoảng 1.603 tỷ, chiếm hơn 12% tổng giá trị tài sản của GMD, ngoài ra GMD còn có nghĩa vụ phải thanh toán 110 tỷ chi phí thuê đất cho các công ty thuộc mảng cao su trong tương lai.
  - **Về dài hạn, chúng tôi cho rằng Gemadept có tiềm năng phát triển tích cực:**
    - ✓ **GMD là doanh nghiệp Cảng niêm yết vị thế đầu ngành và sở hữu lợi thế cạnh tranh đặc biệt.** Hiện thị phần của GMD chỉ đứng sau 2 ông lớn có vốn Nhà nước trong ngành là Tân Cảng Sài Gòn và VIMC. Có được điều này là nhờ vào việc GMD sở hữu các cảng có vị trí địa lý đặc biệt thuận lợi như Gemalink và Nam Đình Vũ (có vị trí ở cửa sông, mớn nước sâu, đủ năng lực để đón các tàu có trọng tải lớn, phù hợp với xu hướng mới của thế giới) và chuỗi giá trị ngành Logistic tương đối hoàn thiện (Logistic hàng không/hàng lạnh – vận tải – kho bãi...). Được biết, Gemadept vẫn có kế hoạch tìm kiếm đầu tư, M&A các doanh nghiệp về Logistic tại khu vực phía Nam để tiếp tục củng cố được lợi thế cạnh tranh trong ngành;
    - ✓ **Gemalink giai đoạn 2 và Nam Đình Vũ giai đoạn 3 sẽ là cú động lực tăng trưởng QKGD của GMD.** Hiện Gemalink đang hoàn thiện thủ tục liên quan để triển khai giai đoạn 2 trong khi Nam Đình Vũ giai đoạn 2 đã đi vào giai đoạn hoạt động với tổng công suất thiết kế đạt khoảng 1 triệu TEUs/năm. Cả 2 cảng nói trên đều có vị trí khá thuận lợi so với các đối thủ cạnh tranh khi nằm ở gần cửa sông với mớn nước sâu, có đủ năng lực đón các tàu lớn – trong đó Gemalink gần đây liên tục đón thành công các tàu chở container lớn nhất thế giới như OOCL Spain (Q1/2023). Chúng tôi cho rằng việc tập trung đầu tư mũi nhọn vào 2 cảng này sẽ là động lực chính giúp doanh nghiệp tăng trưởng dài hạn;
    - ✓ **Các hiệp định FTA mà Việt Nam ký kết được kỳ vọng giúp hoạt động xuất nhập khẩu nhanh chóng vực dậy khi kinh tế thế giới hồi phục.** Theo thống kê đến hết ngày 31/12/2022, Việt Nam đã ký kết thành công 15 hiệp định FTA, kỳ vọng sẽ là động lực đẩy mạnh lưu lượng hàng hóa giao thương với quốc tế. Cùng với đó, các biện pháp thu hút doanh nghiệp FDI của Nhà nước được kỳ vọng tiếp tục nâng cao năng lực sản xuất công nghiệp và nhu cầu dịch vụ Logistic tại Việt Nam;
    - ✓ **Vào ngày 31/3/2023, 4 hiệp hội liên quan đến dịch vụ cảng đã tiếp tục gửi đơn kiến nghị gửi Thủ tướng đề xuất tăng giá dịch vụ khai thác cảng biển, sửa đổi Thông tư 54/2018/TT - BGTVT.** Theo các hiệp hội, tính toán của GSO với giá dịch vụ bốc dỡ container dự kiến điều chỉnh theo dự thảo sửa đổi Thông tư 54 cho thấy, việc điều chỉnh giá tác động không đáng kể đến CPI. Chúng tôi kỳ vọng đây là một bước tiến gần hơn đến việc điều chỉnh tăng giá dịch vụ khai thác cảng – giúp các doanh nghiệp khai thác cảng hưởng lợi.

## Dự phóng KQKD, định giá và khuyến nghị

**Dự phóng KQKD:** Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm 2023F của GMD đạt 3.819 tỷ VND (-2% svck), LNST năm 2023 đạt 2.061 tỷ VND (+77% svck). EPS 2023F đạt 6.399 VND/CP. Tại mức giá hiện tại là 50.200 VND/cp, GMD đang giao dịch với P/E và P/B 2023F lần lượt là 7,8x lần và 2,0x lần.

### Dựa trên một số giả định chính

- ✓ Sản lượng container qua hệ thống cảng Việt Nam dự kiến suy giảm hơn 20% trong năm 2023 do các tác động tiêu cực từ vĩ mô, tuy nhiên chạm đáy trong Q3/2023 và phục hồi dần trong Q4/2023 và 2024;
- ✓ Thị phần sản lượng của GMD dự báo giữ ở khoảng 14% trên toàn hệ thống (bao gồm cả Gemalink). Trong đó là khoảng 5% trong hệ thống cảng container ở Hải Phòng và 9% trong hệ thống cảng khu vực phía Nam;
- ✓ Lợi nhuận từ nhóm Công ty liên doanh liên kết suy giảm so với năm 2022 do cả SCS và Gemalink đều bị ảnh hưởng từ xu thế chung của ngành;
- ✓ Doanh thu mảng Logistic và Vận tải có tốc độ tăng trưởng suy giảm so với năm 2022;
- ✓ Biên lợi nhuận gộp mảng khai thác Cảng và Logistic năm 2023 sẽ suy giảm khoảng 3 – 5% so với năm 2022.

### Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu GMD theo phương pháp:

#### Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

- ✓ Chi phí VCSH được xác định theo phương pháp CAPM trong đó lãi suất phi rủi ro được giả định bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm là 4,4%. Phần bù rủi ro thị trường là 11,1%. Beta điều chỉnh là 1,02 lần. Khi đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu WACC bằng 13,5%.

Chỉ tiêu	Giả định
Lãi suất phi rủi ro (Risk free rate)	4,4%
Phần bù rủi ro thị trường (Market Risk Premium)	11,1%
Beta	1,02
Chi phí VCSH (Cost of Equity)	15,7%
WACC	11,1%
Tăng trưởng dài hạn (Terminal Growth Rate)	5,5%

⇒ Theo phương pháp FCFF, giá cổ phiếu GMD hợp lý ở mức 54.250 đồng/cp tương ứng tiềm năng tăng 8,1% so với giá hiện tại. Do đó chúng tôi giữ mức khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với GMD.

#### Rủi ro giảm giá

- ✓ Doanh thu mảng khai thác cảng và Logistics thấp hơn dự kiến do suy thoái kinh tế tại các thị trường chính của Việt Nam như Mỹ, châu Âu và sự cạnh tranh gia tăng từ khu cảng biển quốc tế Lạch Huyện.

#### Cơ hội tăng giá

- ✓ Khung giá dịch vụ cảng biển được điều chỉnh tăng có thể là động lực giúp tăng giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

## PHỤ LỤC

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2.606</b>	<b>3.206</b>	<b>3.898</b>	<b>3.819</b>
Giá vốn	(1.656)	(2.064)	(2.180)	(2.289)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>950</b>	<b>1.142</b>	<b>1.718</b>	<b>1.529</b>
Doanh thu tài chính	5	28	32	1.261
Chi phí tài chính	(146)	(121)	(124)	(138)
Lãi/(lỗ) trong CTLK	164	241	402	327
Chi phí bán hàng	(137)	(154)	(142)	(181)
Chi phí quản lý	(341)	(295)	(524)	(461)
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐ kinh doanh</b>	<b>494</b>	<b>841</b>	<b>1.361</b>	<b>2.338</b>
Lợi nhuận/(lỗ) khác	19	(35)	(53)	(15)
Lợi nhuận trước thuế	513	806	1.308	2.322
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>440</b>	<b>721</b>	<b>1.161</b>	<b>2.061</b>
<b>LNST cổ đông Công ty mẹ</b>	<b>371</b>	<b>612</b>	<b>994</b>	<b>1.928</b>

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F
LCT thuần từ HKKD	655	965	2.299	1.566
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	73	(356)	(1.235)	(647)
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	(486)	(398)	(338)	(761)
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>242</b>	<b>211</b>	<b>727</b>	<b>159</b>

Chỉ số tài chính	2020	2021	2022	2023F
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Khả năng thanh toán hiện hành	0,78	0,75	0,82	1,23
Khả năng thanh toán nhanh	0,70	0,67	0,71	1,20
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,27	0,30	0,44	0,44
Khả năng thanh toán lãi vay	0,97	1,09	2,14	28,45
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,67	0,66	0,61	0,64
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,33	0,34	0,39	0,36
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,29	0,27	0,26	0,36

Chỉ số hiệu suất hoạt động	2020	2021	2022	2023F
Số ngày phải thu	48	43	45	43
Số ngày phải trả	86	65	101	110
Số ngày tồn kho	73	69	83	76

Khả năng sinh lời	2020	2021	2022	2023F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	36%	36%	44%	40%
Tỷ suất lợi nhuận HKKD	19%	54%	68%	62%
Tỷ suất LNST của cổ đông Công ty mẹ	14%	19%	25%	50%
ROE	6%	9%	13%	24%
ROA	4%	6%	8%	18%
ROIC	6%	8%	11%	33%

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	432	659	1.429	1.587
+ Đầu tư ngắn hạn	49	49	43	43
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	332	426	531	369
+ Hàng tồn kho	73	69	83	76
+ Tài sản ngắn hạn khác	470	486	534	551
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.356</b>	<b>1.689</b>	<b>2.619</b>	<b>2.626</b>
+ Đầu tư dài hạn	2.531	2.830	3.065	3.065
+ Tài sản cố định ròng	4.900	4.893	6.052	6.214
+ Tài sản dài hạn khác	1.047	1.319	1.294	1.268
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>8.478</b>	<b>9.042</b>	<b>10.412</b>	<b>10.547</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>9.835</b>	<b>10.731</b>	<b>13.031</b>	<b>13.173</b>
+ Vay ngắn hạn	763	860	543	563
+ Phải trả người bán	358	381	838	538
+ Nợ ngắn hạn khác	624	1.022	1.829	1.030
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>1.745</b>	<b>2.263</b>	<b>3.211</b>	<b>2.130</b>
+ Vay dài hạn	1.138	1.061	1.486	2.252
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	357	363	386	378
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>1.494</b>	<b>1.424</b>	<b>1.872</b>	<b>2.631</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>3.240</b>	<b>3.687</b>	<b>5.083</b>	<b>4.761</b>
+ Vốn cổ phần	3.014	3.014	3.014	3.014
+ Thặng dư vốn cổ phần	1.942	1.942	1.942	1.942
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	435	661	1.227	1.697
+ Lợi ích cổ đông không kiểm soát	693	726	1.022	972
+ Vốn khác	511	702	743	788
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.595</b>	<b>7.045</b>	<b>7.948</b>	<b>8.413</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>9.835</b>	<b>10.731</b>	<b>13.031</b>	<b>13.173</b>

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2020	2021	2022	2023F
Tăng trưởng doanh thu	-1%	23%	22%	-2%
Tăng trưởng LNNT	-27%	57%	62%	77%
Tăng trưởng LNST Cổ đông Công ty mẹ	-28%	65%	62%	94%
Tăng trưởng EPS	-28%	65%	62%	94%
Tăng trưởng VCSH	0%	7%	13%	6%
Tăng trưởng Tổng tài sản	-3%	9%	21%	1%

Định giá (lần)	2020	2021	2022	2023F
P/E	42,84	25,95	15,04	7,85
P/B	2,53	2,37	2,16	2,03
EV/EBITDA	18,69	15,14	10,81	12,92
EV/Sales	6,30	5,06	4,01	8,99
BVPS	19.582	20.967	22.981	24.688



# KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Phòng Phân tích Đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của ABS.

## Nguyên tắc khuyến nghị

<b>MUA</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
<b>KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
<b>BÁN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

# Thông tin liên hệ

## Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: [www.abs.vn](http://www.abs.vn)

## Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: [abs-research@abs.vn](mailto:abs-research@abs.vn)

**Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc**

Email: [linh.ngthithuy@abs.vn](mailto:linh.ngthithuy@abs.vn)

## Năng lượng, Xây lắp, VLXD

**Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc**

Email: [hue.lethikim@abs.vn](mailto:hue.lethikim@abs.vn)

**PTKT và Chiến lược thị trường**

**Đặng Xuân Lưu – Giám đốc**

Email: [luu.dangxuan@abs.vn](mailto:luu.dangxuan@abs.vn)

**Đỗ Thành Trung – Phó Giám đốc**

Email: [trung.dothanh@abs.vn](mailto:trung.dothanh@abs.vn)

**Vĩ mô, Bảo hiểm, Ngân hàng**

**Lê Thu Huyền - Chuyên viên**

Email: [huyen.lethu@abs.vn](mailto:huyen.lethu@abs.vn)

**Ngân hàng, BĐS KCN, Cao su**

**Lê Quang Trung - Chuyên viên**

Email: [trung.lequang@abs.vn](mailto:trung.lequang@abs.vn)

**BĐS Dân cư, Thép**

**Trần Bình Minh - Chuyên viên**

Email: [minh.tranbinh@abs.vn](mailto:minh.tranbinh@abs.vn)

**Chứng khoán, Cảng biển**

**Trần Quang Huy, ACCA - Chuyên viên**

Email: [huy.tranquang@abs.vn](mailto:huy.tranquang@abs.vn)

**Bán lẻ, Hàng tiêu dùng**

**Nguyễn Phương Thảo - Chuyên viên**

Email: [thao.nphuong@abs.vn](mailto:thao.nphuong@abs.vn)

**Hóa chất, Lương thực, Dữ liệu**

**Trịnh Thu Trang - Chuyên viên**

Email: [trang.trinhthu@abs.vn](mailto:trang.trinhthu@abs.vn)