

## Gemadept Corp (GMD)

Khả quan (Duy trì)

Công nghiệp | Cập nhật

Giá thị trường	VND67.500
Cao/thấp nhất 52 tuần	VND71.100 VND42.200
Giá mục tiêu	VND81.000
Giá mục tiêu cũ	VND62.300
Giá mục tiêu vs Consensus	21,5%
Tiềm năng tăng giá	20,0%
Tỷ suất cổ tức	5,5%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	25,5%

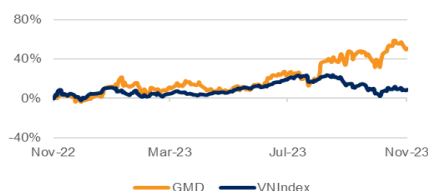
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Tích cực</a>

Thị giá vốn (tr USD)	869,0
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	4,0
Sở hữu NN (tr USD)	0,1
SLCP lưu hành (tr)	305,9
SLCP pha loãng (tr)	305,9

	GMD	Peers	VNI
P/E TTM	9,9x	11,0x	13,9x
P/B Current	2,6x	1,9x	1,7x
ROA	15,3%	8,7%	0,9%
ROE	23,4%	18%	2,2%

\*dữ liệu vào ngày 29/11/2023

### Diễn biến giá



### Cơ cấu sở hữu

SSJ Consulting Co., LTD	9,9%
KIM Vietnam Growth Equity Fund	3,5%
Khác	85,6%

### Tổng quan doanh nghiệp

GMD là một trong số ít công ty logistics Việt Nam có thể cung cấp dịch vụ logistics toàn diện nhờ hệ thống dịch vụ khép kín, bao gồm cảng biển, kho bãi và phương tiện vận tải tọa lạc tại các vị trí kinh tế trọng điểm ở cả 3 miền Bắc, Trung, Nam.

### Chuyên viên phân tích:



### Đặng Huy Hoàng

hoang.danghuy2@vndirect.com.vn

[www.vndirect.com.vn](http://www.vndirect.com.vn)

## Phân bổ nguồn lực một cách hiệu quả

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với mức tăng dự kiến là 20,0% và lợi suất cổ tức 5,5%. Chúng tôi tăng giá mục tiêu lên 30% khi giá cổ phiếu đã tăng 54% kể từ báo cáo gần nhất.
- Động lực chính tăng giá mục tiêu là mức cải thiện sản lượng container và biên LN gộp trong năm 2024-2025.
- P/E trượt 12T là 9,9 lần, thấp hơn so với trung bình các doanh nghiệp trong khu vực (17,2 lần) và trung bình các cảng nội địa (11 lần).

### Điểm nhấn tài chính

- LN ròng 9T23 tăng gần 2,6 lần svck lên 2.107 tỷ đồng nhờ khoản lãi đột biến hơn 1.400 tỷ đồng từ việc thoái vốn cảng Nam Hải Đình Vũ.
- Chúng tôi dự báo LN hoạt động kinh doanh cốt lõi sẽ tăng 15%/5% svck nhờ bối cảnh tích cực hơn trong năm 2024-2025.
- Chúng tôi dự báo Gemalink sẽ tạo ra LN ròng là 53 tỷ đồng/286 tỷ đồng trong năm 2024-25.

### Luận điểm đầu tư

#### Việc bán Cảng Nam Hải mang lại kết quả tốt hơn dự báo của chúng tôi

GMD dự kiến bán 99,98% cổ phần ở cảng Nam Hải (NH). Cảng Nam Hải đã hoạt động kém hiệu quả trong thời gian dài do những thay đổi trong luồng hàng hải của Cụm Hải Phòng. GMD có thể di dời đội tàu của mình đến Nam Đình Vũ (NĐV) và tăng hiệu suất tổng thể. Giao dịch này sẽ mang lại cho GMD lợi nhuận một lần, tuy nhiên, do thiếu thông tin nên chúng tôi chưa đưa giao dịch này vào dự phóng của mình.

#### Triển vọng tươi sáng hơn nhờ sự phục hồi của hoạt động xuất nhập khẩu

Hoạt động xuất nhập khẩu (XNK) của Việt Nam cho thấy các dấu hiệu phục hồi trong T10, mức tăng trưởng dương lần lượt 5,5%/5,9% svck trong 2023, mức cao nhất kể từ T10/2022. Hiệu suất khai thác cảng tổng thể của GMD trong Q3/23 đạt 29,8%, cải thiện so với mức 23,6%/ 27,6% trong Q1/23 và Q2/23. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng container sẽ tăng, tương ứng với hoạt động xuất nhập khẩu cải thiện trong năm 2024-25 nhờ: 1) sản xuất nội địa cải thiện và nhu cầu tiêu dùng ngày càng tăng; 2) nhu cầu nhập khẩu của Mỹ phục hồi sớm hơn do lạm phát gần đây hạ nhiệt.

#### Dự thảo thông tư tăng giá xếp dỡ có thể được thông qua trong nửa đầu năm 2024

Hiện tại, giá xếp dỡ container ở Việt Nam thấp hơn đáng kể so với các doanh nghiệp trong khu vực. Chúng tôi tin rằng việc tăng giá là cần thiết do: 1) cảng biển là ngành thâm dụng vốn; và 2) tăng 10% giá xếp dỡ là mức hợp lý cho Việt Nam để duy trì vị thế cạnh tranh so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực. Do đó, chúng tôi cho rằng dự thảo thông tư có thể được phê duyệt trong nửa đầu năm 2024, từ đó làm tăng giá xếp dỡ trung bình của GMD lên 5,0%/10,0% svck.

	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	3,898	3,847	4,372	4,944
Tăng trưởng doanh thu (%)	22%	-1%	14%	13%
Biên LN gộp (%)	44%	51%	49%	45%
Tăng trưởng EPS (%)	62%	114%	-46%	25%
Biên LN ròng (%)	25%	55%	26%	29%
EV/EBITDA (x)	11.6x	5.8x	9.7x	8.1x
P/E (x)	16.5x	9.9x	18.2x	14.6x
P/B (x)	3.0x	2.6x	2.5x	2.1x
ROE (%)	13%	23%	12%	12%

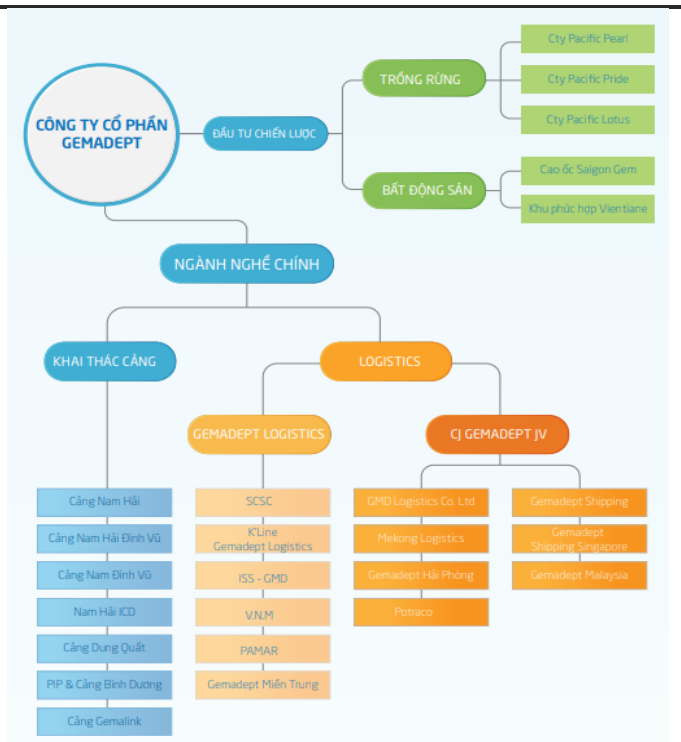
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Hồ sơ doanh nghiệp

CTCP Gemadept (GMD) tiền thân là Tổng công ty Đại lý và Giao nhận Tổng hợp, được thành lập vào năm 1990. GMD cung cấp nhiều dịch vụ đa dạng trong các lĩnh vực khai thác cảng, logistic, lâm nghiệp và bất động sản. Từ năm 1993, GMD hoạt động theo mô hình CTCP.

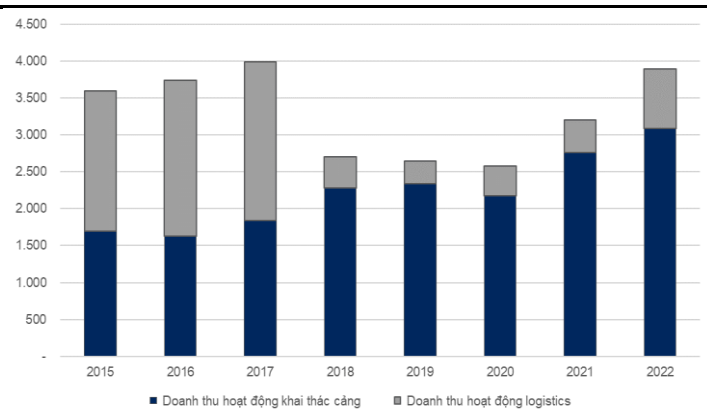
- Khai thác cảng và dịch vụ logistics là hoạt động kinh doanh chính của DN. GMD sở hữu mạng lưới cảng và dịch vụ logistics từ Bắc tới Nam Việt Nam và có phạm vi phủ sóng tới các nước láng giềng như Singapore, Hồng Kông, Trung Quốc và Campuchia.
- Hơn nữa, GMD đã thực hiện một số khoản đầu tư chiến lược. Điển hình là GMD sở hữu và quản lý các dự án trồng cao su tại Việt Nam và Campuchia, sản xuất và bán cao su tự nhiên và mủ cao su. Ngoài ra, GMD còn là công ty phát triển và kinh doanh bất động sản, hoạt động trong lĩnh vực bất động sản dân cư, thương mại và công nghiệp.
- Theo kết quả kinh doanh năm 2022, hoạt động khai thác cảng và logistics của GMD đóng góp lần lượt 83% và 17% vào LNTT từ hoạt động kinh doanh cốt lõi. Tỷ lệ lấp đầy các trung tâm phân phối của công ty đạt trên 90%.

Hình 1: Hoạt động kinh doanh của GMD



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BCTN

Hình 2: Cơ cấu doanh thu các mảng kinh doanh cốt lõi (Đơn vị: Tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

## Kết quả kinh doanh 9T23: Tự tin trên con đường phát triển

Hình 3: Tóm tắt KQKD Q3/23 và 9T23

Tỷ đồng	Q3/23	Q3/22	%svck	9T23	9T22	%svck	FY23F	%sv. dự phóng	2023 Nhận định
<b>Doanh thu</b>	<b>998</b>	<b>992</b>	<b>0,6%</b>	<b>2.812</b>	<b>2.850</b>	<b>-1,3%</b>	<b>3.962</b>	<b>71,0%</b>	Doanh thu các hoạt động cốt lõi của GMD duy trì ổn định mặc dù trải qua giai đoạn đầu năm khó khăn. Sản lượng container thông qua hệ thống cảng GMD lũy kế 9T23 đạt hơn 2 triệu TEU. Kể từ đầu năm, doanh thu và sản lượng container khai thác qua hệ thống cảng tại GMD đã tăng trưởng ổn định theo quý.
- Khai thác cảng	780	780	0,0%	2.118	2.315	-8,5%	3.535	59,9%	
- Logistics	219	212	3,0%	694	534	29,9%	427	162,6%	
<b>LN gộp</b>	<b>465</b>	<b>402</b>	<b>15,5%</b>	<b>1.351</b>	<b>1.191</b>	<b>13,5%</b>	<b>1.447</b>	<b>93,3%</b>	Việc thoái vốn cảng NHDV đã giúp GMD tập trung khai thác hàng hóa tại cảng NDV và tiếp tục mở rộng. Từ đó, DN có thể giảm thiểu chi phí hoạt động và cải thiện hiệu suất của hoạt động cốt lõi.
Biên LN gộp	46,6%	40,6%	6,0 đ %	48,0%	41,8%	6,3 đ %	36,5%	11,5 đ %	
<b>Chi phí bán hàng và QLDN</b>	<b>102</b>	<b>121</b>	<b>-15,7%</b>	<b>384</b>	<b>351</b>	<b>9,5%</b>	<b>511</b>	<b>75,2%</b>	
%doanh thu	10,2%	12,2%	-2,0 đ %	13,7%	12,3%	1,4 đ %	12,9%	0,8 đ %	
Chi phí bán hàng và QLDN	14	35	-59,4%	87	110	-21,1%	157	55,1%	
%doanh thu	1,4%	3,6%	-2,1 đ %	3,1%	3,8%	-0,8 đ %	4,0%	-0,9 đ %	
Chi phí QLDN	87	85	2,4%	298	241	23,4%	354	84,2%	
%doanh thu	8,8%	8,6%	0,2 đ %	10,6%	8,5%	2,1 đ %	8,9%	1,7 đ %	
<b>EBIT</b>	<b>439</b>	<b>369</b>	<b>18,9%</b>	<b>2.987</b>	<b>1.152</b>	<b>159,3%</b>	<b>1.371</b>	<b>217,9%</b>	
Biên EBIT	44,0%	37,2%	6,8 đ %	106,2%	40,4%	65,8 đ %	34,6%	71,6 đ %	
<b>LN thuần từ hoạt động tài chính</b>	<b>(18)</b>	<b>(54)</b>	<b>-66,4%</b>	<b>1.773</b>	<b>(135)</b>	<b>-1.411,9%</b>	<b>(165)</b>	<b>-1.074,4%</b>	
Doanh thu tài chính	33	7	341,0%	1.917	16	11.890,9%	26	7.372,4%	Trong Q2/23, GMD đã thực hiện thoái vốn cảng NHDV và ghi nhận khoản lợi nhuận một lần ước tính đạt 1.400 tỷ đồng. Bởi vậy, chúng tôi sẽ điều chỉnh lại ước tính của mình.
Chi phí tài chính	51	62	-17,0%	144	151	-4,6%	191	75,4%	
<b>LN từ công ty liên kết</b>	<b>52</b>	<b>109</b>	<b>-52,3%</b>	<b>133</b>	<b>336</b>	<b>-60,6%</b>	<b>655</b>	<b>20,2%</b>	Lũy kế 9M23 đạt mức 133 tỷ đồng, giảm 60.6% svck bởi trong năm nay Gemalink ghi nhận lỗ lũy kế hơn 50 tỷ đồng. Đây là quý thứ 3 liên tiếp ghi nhận lỗ do các mặt hàng xuất khẩu chủ yếu sang Mỹ ghi nhận sụt giảm trong năm nay.
<b>LNTT</b>	<b>398</b>	<b>336</b>	<b>18,2%</b>	<b>2.890</b>	<b>1.057</b>	<b>173,5%</b>	<b>1.371</b>	<b>210,8%</b>	
<b>Thuế</b>	<b>144</b>	<b>93</b>	<b>55,1%</b>	<b>784</b>	<b>251</b>	<b>212,7%</b>	<b>285</b>	<b>275,0%</b>	
%Mức thuế	36,1%	27,5%	0,4 đ %	27,1%	23,7%	9,1 đ %	20,8%	-0,7 đ %	
<b>LN ròng</b>	<b>254</b>	<b>244</b>	<b>4,2%</b>	<b>2.107</b>	<b>806</b>	<b>161,3%</b>	<b>1.086</b>	<b>194,0%</b>	
Biên LN ròng	25,5%	24,6%	0,9 đ %	74,9%	28,3%	46,6 đ %	27,4%	47,5 đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Triển vọng năm 2024-25: Phân bổ nguồn lực một cách hiệu quả

Hình 4: Điều chỉnh dự phóng doanh thu năm 2023-25

Tỷ đồng	Mới		Cũ		% thay đổi		Dự phóng mới	Nhận định
	2023	2024	2023	2024	2023	2024		
<b>Tổng sản lượng (TEU)</b>	<b>2.277.489</b>	<b>2.696.362</b>	<b>2.311.714</b>	<b>2.433.464</b>	<b>-1,5%</b>	<b>10,8%</b>	<b>3.231.492</b>	Chúng tôi ước tính NĐV 3 sẽ được đưa vào hoạt động trong năm 2024 và đạt mức sản lượng lần lượt 180.000TEU/465.000TEU, đóng góp 11%/23% tới tổng sản lượng tại NĐV trong năm 2024-25.
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3.847</b>	<b>4.372</b>	<b>3.962</b>	<b>4.643</b>	<b>-2,9%</b>	<b>-5,8%</b>	<b>4.944</b>	
- Khai thác cảng	2.956	3.459	3.535	3.734	-16,4%	-7,4%	4.031	
- Logistics	891	913	427	406	108,7%	124,9%	913	
<b>LN gộp</b>	<b>1.949</b>	<b>2.137</b>	<b>1.447</b>	<b>1.488</b>	<b>34,7%</b>	<b>43,6%</b>	<b>2.207</b>	
Biên LN gộp	50,7%	48,9%	36,5%	32,0%	12,3% pts	16,0% pts	44,6%	
Chi phí bán hàng	138	138	157	164	-12,3%	-16,1%	138	
Chi phí QLDN	568	568	354	368	60,3%	54,2%	568	
<b>LN kinh doanh</b>	<b>1.244</b>	<b>1.432</b>	<b>936</b>	<b>956</b>	<b>32,9%</b>	<b>49,8%</b>	<b>1.502</b>	
<b>LN hoạt động tài chính (chi phí)</b>	<b>1.701</b>	<b>(138)</b>	<b>(165)</b>	<b>(159)</b>	<b>-1130,9%</b>	<b>-13,2%</b>	<b>(116)</b>	Chúng tôi bổ sung khoản lợi nhuận một lần từ việc thoái vốn NHDV trong Q2/23.
Doanh thu tài chính	1.885	28	26	39	7150,0%	-28,2%	25	
Chi phí tài chính	185	167	191	198	-3,1%	-15,7%	141	
<b>LN từ hoạt động liên doanh</b>	<b>176</b>	<b>339</b>	<b>655</b>	<b>823</b>	<b>-73,1%</b>	<b>-58,8%</b>	<b>604</b>	
Gemalink	(80)	53	286	423	-128,0%	-87,5%	296	Gemalink sẽ đóng góp lần lượt 53 tỷ đồng/296 tỷ đồng trong năm 2024-25 dựa trên kỳ vọng hoạt động XNK hồi phục khi tình trạng lạm phát giảm dần.
Khác	256	285	369	400	-30,6%	-28,8%	308	Thêm vào đó, chúng tôi điều chỉnh giảm LN từ SCS khi nhận thấy sản lượng quốc tế giảm đáng kể trong năm 2023.
<b>LNTT</b>	<b>3.120</b>	<b>1.632</b>	<b>1.371</b>	<b>1.565</b>	<b>127,6%</b>	<b>4,3%</b>	<b>1.990</b>	
Lợi ích cổ đông thiểu số	398	216	140	274	184,6%	-21,1%	270	
<b>LN ròng</b>	<b>2.125</b>	<b>1.154</b>	<b>1.086</b>	<b>1.291</b>	<b>95,7%</b>	<b>-10,6%</b>	<b>1.439</b>	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chiến lược chuyển dịch nhằm cải thiện hiệu quả kinh doanh cốt lõi

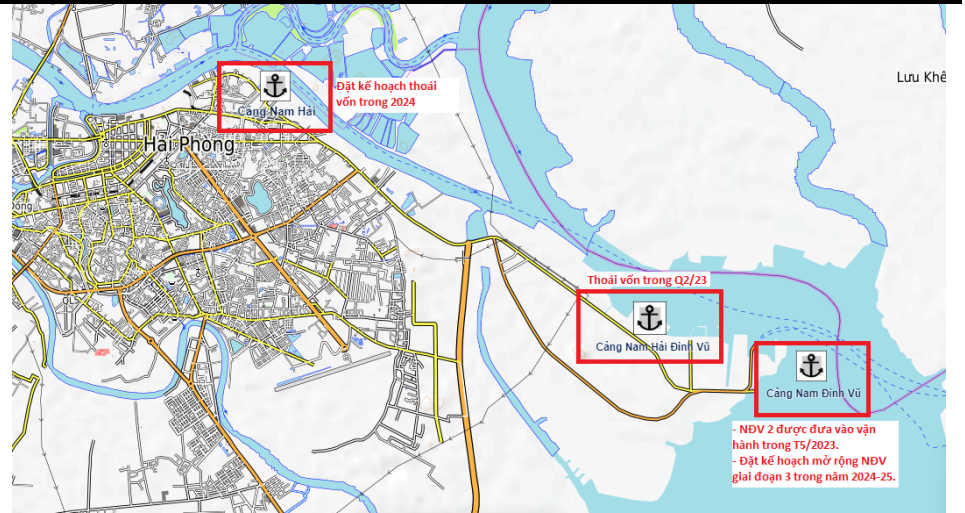
Vào ngày 31/05, GMD đã thoái vốn toàn bộ 84,66% cổ phần tại CTCP Cảng Nam Hải Đình Vũ sau gần một thập kỷ đưa vào vận hành. Vì vậy, theo KQKD trong Q2/23, GMD ghi nhận khoản thu nhập tài chính hơn 1.800 tỷ đồng. Sau khi thoái vốn, toàn bộ khách hàng và nguồn lực sẽ được chuyển qua Nam Đình Vũ giai đoạn 2. Khoản tiền thu được từ việc thoái vốn sẽ được sử dụng để tài trợ cho các dự án đầu tư trong năm 2024-25, như NĐV 3 và Gemalink 2.

Ngoài ra, GMD dự kiến bán toàn bộ cổ phần còn lại tại Cảng Nam Hải (NH) do GMD sở hữu 99,98%.

- GMD khởi động chiến lược Bắc tiến vào năm 2009 bằng việc thành lập Nam Hải với tổng vốn đầu tư 600 tỷ đồng, mở đường cho GMD đầu tư và phát triển thêm nhiều dự án cảng tại Hải Phòng. Tuy nhiên, Nam Hải có công suất thiết kế thấp ở mức 150.000 TEU/năm và vị trí bất lợi ở thượng nguồn Sông Cấm khiến NH không thể tiếp nhận các tàu lớn, đi ngược lại chiến lược của GMD.
- Theo ước tính của chúng tôi, trong giai đoạn 2016-2022, NH đã khai thác trung bình khoảng 157.000 TEU/năm, đạt 105% công suất thiết kế. Ngoài ra, chúng tôi ước tính NH đã đóng góp trung bình 145 tỷ đồng

mỗi năm cho tổng doanh thu (chỉ 7%). Ngay khi Cảng NDV 2 đi vào hoạt động trong năm nay, GMD đã di dời các tàu từ cảng NH sang cảng NDV 2. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng GMD sẽ bán cổ phần ở NH và chuyển nguồn lực sang cảng NDV 3 trong năm 2024.

**Hình 5: Hệ thống cảng của GMD tại Hải Phòng**



Nguồn: Googlemaps, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi đánh giá cao chiến lược chuyển dịch nguồn lực sang khu vực Nam Đình Vũ của GMD bởi khu vực này sẽ trở thành khi kinh tế trọng điểm của TP Hải Phòng trong tương lai. Thêm nữa, Hải Phòng còn là điểm đến hàng đầu của dòng vốn FDI vào Việt Nam trong 9T23. KCN Nam Đình Vũ được kỳ vọng sẽ là điểm đến thu hút các nhà đầu tư nhờ lợi thế về vị trí, điều này sẽ hỗ trợ tiềm năng tăng trưởng của NDV. Ngoài ra, việc thoái vốn được mong đợi sẽ đem lại khoản lợi nhuận đột biến đáng kể. Tuy nhiên, do thiếu thông tin, chúng tôi chưa đưa giao dịch này vào dự báo của mình.

**Hình 6: Độ nhạy giá mục tiêu dựa trên khoản lãi từ việc thoái vốn NH và tiến độ của NDV 3**

Tiến độ dự án NDV 3	LN từ thoái vốn NH (tỷ đồng)					
	Giá mục tiêu	200	300	400	500	600
Khởi động NDV 3 vào 2024	81.000	81.400	81.500	81.700	81.900	82.100
Khởi động NDV 3 vào 2025	80.300	80.500	80.700	80.900	81.100	81.300

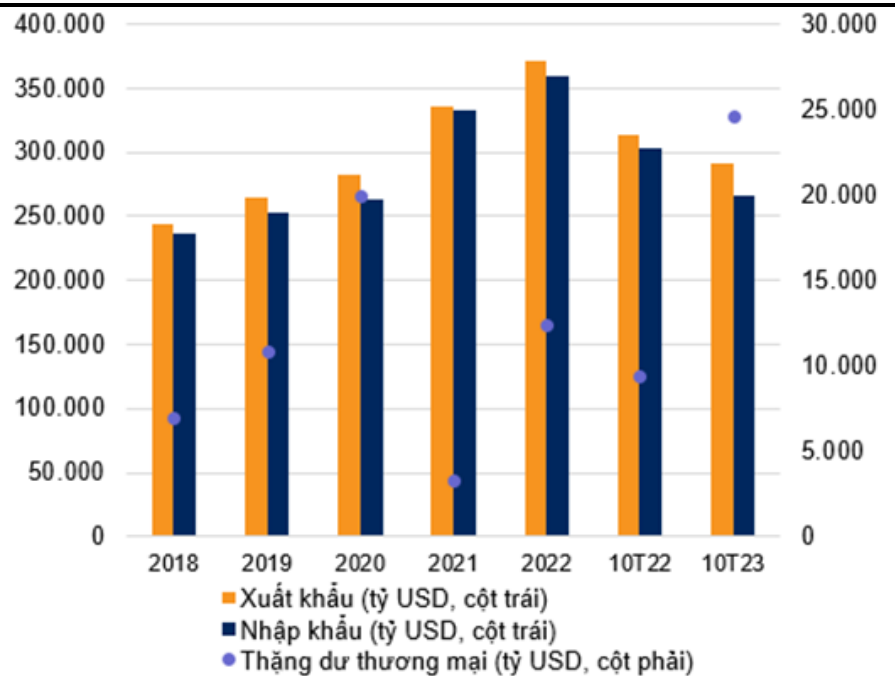
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Triển vọng tươi sáng khi hoạt động xuất nhập khẩu phục hồi

Nhập khẩu và xuất khẩu của Việt Nam đã bắt đầu phục hồi, với tốc độ tăng trưởng trong tháng 10 đạt 5,5%/5,9% svck, là mức cao nhất kể từ 10T/22. Tỷ lệ khai thác cảng tổng thể của GMD Q3/23 đạt 29,8%, cải thiện so với 23,6%/27,6% trong Q1/23 và Q2/23.

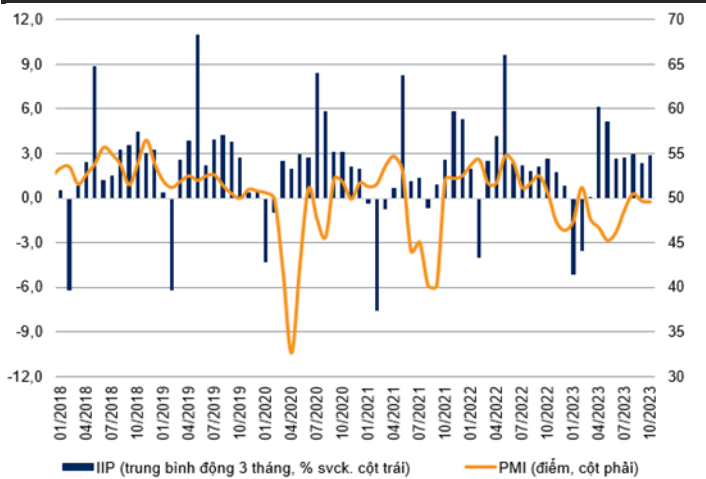
Trong 10T23, giá trị xuất khẩu của Việt Nam đạt 291,5 tỷ USD (-7,0% svck). Mỹ chiếm 27,0% tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam với doanh thu đạt 78,7 tỷ USD (-15,8% svck), tiếp theo là Trung Quốc (49,5 tỷ USD, +5,0% svck) và Châu Âu (36,2 tỷ USD, -8,9% svck). Ngoài ra, nhập khẩu T10/23 của Việt Nam tăng 5,5% svck, đạt 29,5 tỷ USD (+3,6% so với tháng trước), đây là tháng thứ hai liên tiếp có tốc độ tăng trưởng dương svck kể từ tháng 11 năm 2022. Điều này đã dẫn đến thặng dư thương mại đạt 24,6 tỷ USD trong 10T23, tăng gấp 2,6 lần svck.

Hình 7: Xu hướng giảm của xuất nhập khẩu Việt Nam thu hẹp trong T10/23, thặng dư thương mại tăng



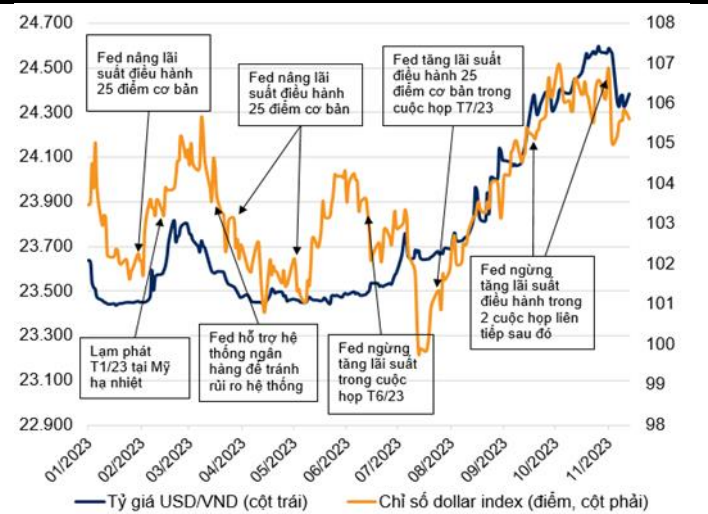
Nguồn: Báo cáo cập nhật vĩ mô tháng 11 VNDirect Research

**Hình 8: Chỉ số sản xuất công nghiệp của Việt Nam tiếp tục phục hồi trong tháng 10**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

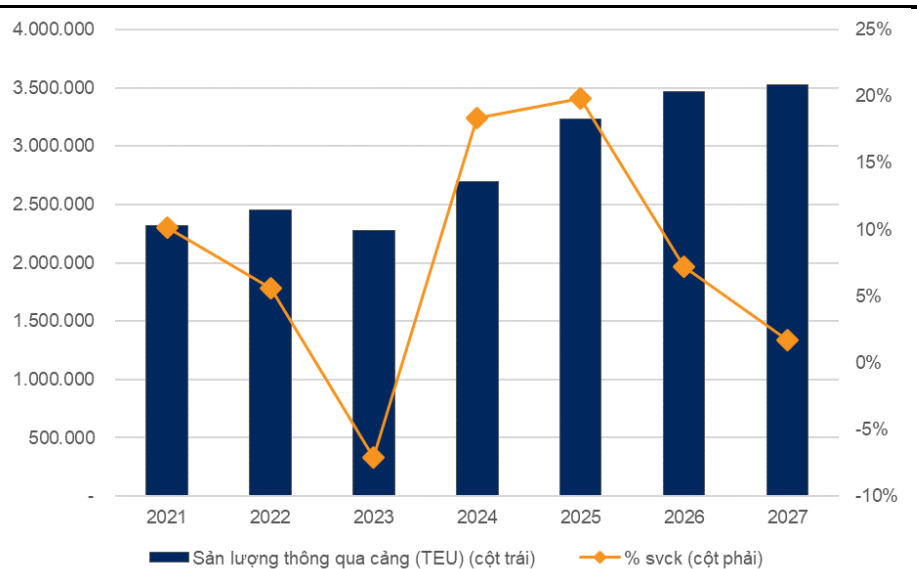
**Hình 9: Fed ngừng tăng lãi suất khi lạm phát tại Mỹ đang hạ nhiệt**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa vận tải sẽ tăng tương ứng với hoạt động xuất nhập khẩu trong năm 2024-25 nhờ (1) sản xuất được cải thiện và nhu cầu tiêu dùng trong nước ngày càng tăng sau khi chính sách tài khóa mở rộng được thực hiện đi kèm phục hồi kinh tế, và (2) nhu cầu tiêu dùng tại Mỹ đang quay trở lại do lạm phát hạ nhiệt thời gian gần đây. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng container thông qua hệ thống cảng của GMD sẽ tăng trưởng 18%/20% svck trong năm 2024-25.

**Hình 10: Dự phóng sản lượng container thông qua hệ thống cảng của GMD**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Chúng tôi kỳ vọng giá dịch vụ xếp dỡ hàng hóa sẽ tăng trong 6 tháng đầu năm 2024

Trong tháng 8, Cục Hàng hải Việt Nam đã ban hành dự thảo sửa đổi Nghị định số 54/2018/TT-BGTVT. Đáng chú ý, Cục Hàng hải Việt Nam đề xuất tăng mức giá tối thiểu cho dịch vụ xếp dỡ hàng hóa tại các cảng loại I (Hải Phòng) và loại III (Thành phố Hồ Chí Minh). Hơn nữa, khung giá tại các cảng nước sâu cũng có khả năng tăng sau khi đón các đoàn tàu lớn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá dịch vụ xếp dỡ hàng hóa tại cảng NDV và Gemalink sẽ tăng 10% trong năm 2024.

Hiện tại, giá dịch vụ xếp dỡ hàng hóa tại Việt Nam đang thấp hơn rất nhiều so với các quốc gia trong khu vực. Chúng tôi tin rằng việc tăng giá là cần thiết vì (1) cảng biển là một ngành thâm dụng vốn và (2) 10% là một mức tăng hợp lý để Việt Nam duy trì vị trí cạnh tranh với các quốc gia trong khu vực. Do đó, chúng tôi dự đoán dự thảo sẽ được thông qua trong 6 tháng đầu năm 2024, từ đó tăng giá trung bình của GMD lên mức 5,0%/10,0% trong năm 2024-25.

Hình 11: Giá xếp dỡ hàng hóa tại các cảng trong khu vực ...

USD	20ft	40ft
Singapore	111	159
Thái Lan	59	91
Hongkong	130	197
Trung Quốc	97	149
Campuchia	56	85
Myanmar	165	330
Indonesia	92	148
TB các nước trong khu vực	101	166

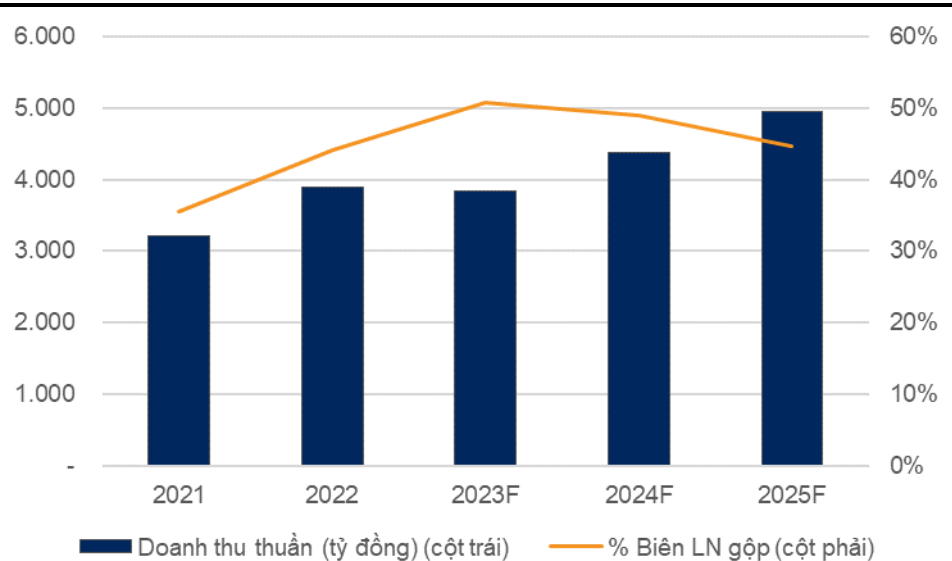
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: ... và tại các cảng Việt Nam

	Hải Phòng		TP. Hồ Chí Minh		Cái Mép - Lạch Huyện	
<b>USD</b>						
Việt Nam	33	50	41	62	52	77
VN/SIN	29,7%	31,4%	36,9%	39,0%	46,8%	48,4%
VN/BKK	55,9%	54,9%	69,5%	68,1%	88,1%	84,6%
VN/HKG	25,4%	25,4%	31,5%	31,5%	40,0%	39,1%
VN/YTN	34,0%	33,6%	42,3%	41,6%	53,6%	51,7%
VN/PNH	58,9%	58,8%	73,2%	72,9%	92,9%	90,6%
VN/YGN	20,0%	15,2%	24,8%	18,8%	31,5%	23,3%
VN/ID	35,9%	33,8%	44,6%	41,9%	56,5%	52,0%
VN/TB khu vực	32,5%	30,2%	40,4%	37,4%	51,3%	47,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Dự phóng DT thuần và tỷ suất LN gộp của GMD 2023-25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



## Định giá

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 81.000 đồng/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan đối với GMD với giá mục tiêu là 81.000 đồng (+30,0% so với báo cáo trước đó của chúng tôi) dựa trên phương pháp định giá SOTP bởi (1) chúng tôi điều chỉnh mô hình để ghi nhận mức thu nhập một lần trong Q2/23 (2) lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng lên 32,3%/32,7%/30,4% svck trong năm 2023-24-25 nhờ triển vọng tích cực hơn về hệ thống cảng của GMD. Hơn nữa, chúng tôi đánh giá GMD là cơ hội đầu tư dài hạn nhờ hệ thống cảng biển trải dọc chiều dài đất nước với công suất vượt trội và chiến lược tái đầu tư vào các lĩnh vực có tiềm năng tăng trưởng cao.

Hình 14: Các giả định

Các giả định	Giá trị
Beta	0,9
Phân bù rủi ro thị trường	9,6%
Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Chi phí VCSH	11,3%
Chi phí nợ	5,0%
Thuế TNDN	20,0%
WACC	10,3%
Tăng trưởng bền vững	1,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Giá trị VCSH của hoạt động cốt lõi (Đơn vị: tỷ đồng)

Phương pháp DCF	Giá trị
Giá trị hiện tại của FCFF (tỷ đồng)	12.084
Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn (tỷ đồng)	10.989
Giá trị của hoạt động cốt lõi (tỷ đồng)	23.073
Trừ: vay nợ (tỷ đồng)	(1.801)
Cộng: tiền và đầu tư ngắn hạn (tỷ đồng)	1.268
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	(398)
Giá trị VCSH hoạt động cốt lõi (tỷ đồng)	22.596

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Mô hình định giá DCF hoạt động kinh doanh cốt lõi (Đơn vị: tỷ đồng)

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EBIT	3.120,0	1.631,7	1.989,7	2.415,1	2.538,2	2.651,3	2.766,6	2.886,8	2.981,8	3.075,3
Cộng: Khấu hao	393,2	428,3	526,2	526,2	526,2	526,2	526,2	526,2	526,2	526,2
Trừ: CAPEX	(694,2)	(716,3)	(1.991,0)	(99,2)	(99,2)	(99,2)	(99,2)	(99,2)	(99,2)	(99,2)
Thay đổi vốn lưu động	(524,0)	(431,6)	(94,4)	(312,3)	(324,0)	(389,3)	(398,8)	(387,1)	(383,9)	(391,9)
Dòng tiền tự do (FCF)	2.294,9	912,1	430,4	2.529,9	2.641,2	2.689,1	2.794,9	2.926,8	3.025,0	3.110,4
Trừ: Thuế	(596,3)	(261,9)	(280,8)	(305,3)	(319,2)	(328,9)	(338,3)	(348,0)	(356,1)	(363,1)
FCFF	1.698,7	650,2	149,7	2.224,6	2.322,0	2.360,2	2.456,6	2.578,8	2.668,9	2.747,2
Giá trị hiện tại của FCFF	1.698,7	589,3	123,0	1.656,2	1.566,9	1.443,5	1.361,7	1.295,6	1.215,3	1.111,6

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Định giá SOTP

Giá trị VCSH hoạt động cốt lõi (DCF)	22.142
Giá trị VCSH dự án cao su (BV)	1.610
Giá trị VCSH mảng bất động sản (BV)	1.021
<b>Tổng giá trị VCSH (tỷ đồng)</b>	<b>24.773</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr)	306
<b>Giá trị cổ phiếu (VND)</b>	<b>81.000</b>

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: So sánh giữa các công ty cùng ngành (dữ liệu vào ngày 29/11/2023)

Tên công ty	Mã CP	Giá mục tiêu (Nguyên tệ)	Vốn hóa (tr USD)	Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	P/E		P/B		ROE (%)		ROA (%)		Tỷ suất cổ tức (%)		EV/EBI TDA
					TTM	2024	Hiện tại	2023	2024	2023	2024	TTM	TTM		
<b>Cảng biển nội địa</b>															
CTCP Gemadept	GMD VN	81.000	858,2	35,7	9,9	18,8	2,5	23,4	12,4	15,3	9,2	5,5	9,1		
CTCP Vận tải & xếp dỡ Hải An	HAH VN	41.200	154,3	105,8	7,9	9,5	1,4	18,9	13,0	8,4	7,5	13,4	5,5		
CTCP Cảng Đà Nẵng	CDN VN	NA	104,6	13,9	9,1	NA	1,6	17,9	NA	NA	NA	2,2	5,3		
CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ	DVP VN	NA	101,5	4,9	7,2	NA	1,7	23,5	NA	NA	NA	8,8	6,4		
CTCP Cảng Đồng Nai	PDN VN	NA	160,5	22,2	12,7	NA	4,0	26,2	NA	NA	NA	NA	10,2		
CTCP Cảng Cát Lái	CLL VN	NA	47,7	2,3	12,6	NA	2,1	15,9	NA	NA	NA	7,4	5,9		
CTCP Cảng Hải Phòng	PHP VN	NA	291,4	14,4	12,2	13,6	1,6	13,2	7,8	8,9	5,4	2,3	5,3		
CTCP Đại lý giao nhận vận tải xếp dỡ Tân Cảng	TCL VN	NA	45,4	8,0	9,6	NA	2,0	21,7	NA	NA	NA	17,9	6,0		
CTCP Cảng Đoạn Xá	DXP VN	NA	29,9	(2,0)	15,7	NA	0,9	5,1	NA	NA	NA	NA	7,3		
CTCP Cảng Rau Quá	VGP VN	NA	10,8	53,1	12,8	NA	1,2	9,7	NA	NA	NA	NA	69,1		
<i>Trung bình Việt Nam</i>			180,4	25,8	11,0		1,9	17,7	11,1			8,2	13,0		
<i>Trung vị Việt Nam</i>			103,0	14,2	11,2		1,6	18,4	12,4			7,4	6,2		
<b>Cảng biển khu vực</b>															
Adani Ports And Special Econ	ADSEZ IN	NA	21.984,4	11,5	32,3	18,2	3,8	12,1	17,2	7,7	8,5	1,2	14,2		
Westports Holdings Bhd	WPRTS MK	NA	2.555,1	6,9	14,9	15,5	3,6	25,4	21,5	13,6	12,7	3,6	9,3		
Xiamen International Air-A	600897 CH	NA	767,1	(55,1)	20,1	10,8	1,3	6,9	12,2	7,4	8,9	7,3	NA		
Gujarat Pipavav Port Ltd	GPPV IN	NA	844,3	5,7	21,1	16,5	2,9	13,8	19,5	NA	NA	7,1	9,6		
Namyong Terminal Pcl	NYT TB	NA	136,5	(9,6)	11,4	12,8	1,4	13,1	11,0	5,1	5,6	16,9	5,6		
Suria Capital Holdings Bhd	SURIA MK	NA	133,3	10,9	10,2	9,7	0,5	5,2	5,1	NA	NA	5,1	2,3		
Navkar Corp Ltd	NACO IN	NA	146,8	NA	10,3	NA	0,6	3,6	NA	NA	NA	NA	9,0		
<i>Trung bình khu vực</i>			3.795,4	(4,9)	17,2		2,0	11,5	14,4			6,9	8,3		
<i>Trung vị khu vực</i>			767,1	6,3	14,9		1,4	12,1	14,7			6,1	9,1		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá:

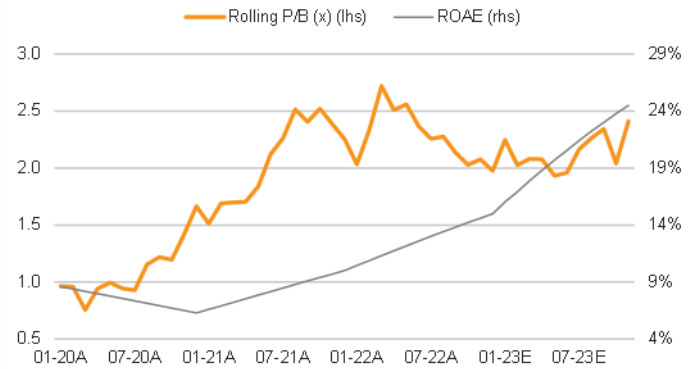
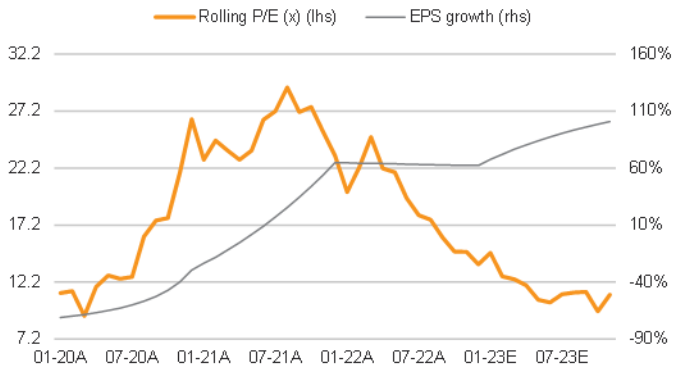
- Tăng giá dịch vụ xếp dỡ 10% tại cảng NĐV và Gemalink từ năm 2024. Ngoài ra, chúng tôi điều chỉnh sản lượng hàng hóa vận tải do kỳ vọng các đợt mở rộng cảng NĐV và Gemalink sẽ diễn ra trong năm 2024-25.
- Giá nhiên liệu tăng sẽ khiến lạm phát kéo dài hơn dự kiến ở các thị trường lớn như Mỹ và châu Âu. Điều này sẽ làm giảm sản lượng container và tăng chi phí hoạt động cốt lõi.

Hình 19: Giá mục tiêu trong trường hợp sản lượng hàng hóa và/hoặc tỷ suất lợi nhuận gộp tăng/giảm

Biến LN gộp (%)	Sản lượng container (TEU)						
	2.610.000	2.640.000	2.670.000	2.696.362	2.730.000	2.760.000	2.790.000
45,6%	75.900	76.600	77.200	77.800	78.500	79.200	79.800
46,8%	77.500	78.100	78.800	79.400	80.100	80.800	81.500
<b>48,09%</b>	<b>79.000</b>	<b>79.700</b>	<b>80.400</b>	<b>81.000</b>	<b>81.700</b>	<b>82.400</b>	<b>83.100</b>
49,3%	80.600	81.300	82.000	82.600	83.400	84.100	84.800
50,6%	82.100	82.800	83.500	84.200	85.000	85.700	86.400

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	3.898	3.847	4.372
Giá vốn hàng bán	(2.180)	(1.898)	(2.235)
Chi phí quản lý DN	(524)	(568)	(568)
Chi phí bán hàng	(142)	(138)	(138)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>1.051</b>	<b>1.244</b>	<b>1.432</b>
EBITDA thuần	1.445	1.637	1.860
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(393)</b>	<b>(393)</b>	<b>(428)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1.051</b>	<b>1.244</b>	<b>1.432</b>
Thu nhập lãi	24	1.885	28
Chi phí tài chính	(166)	(185)	(167)
Thu nhập ròng khác	(0)	(0)	(0)
TN từ các Cty LK & LD	399	176	339
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.308</b>	<b>3.120</b>	<b>1.632</b>
Thuế	(147)	(596)	(262)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(167)	(398)	(216)
<b>LN ròng</b>	<b>994</b>	<b>2.125</b>	<b>1.154</b>
Thu nhập trên vốn	994	2.125	1.154
Cổ tức phổ thông	(428)	(603)	(603)
<b>LN giữ lại</b>	<b>566</b>	<b>1.522</b>	<b>551</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	1.364	1.268	1.613
Đầu tư ngắn hạn	82	82	132
Các khoản phải thu ngắn hạn	868	1.343	1.158
Hàng tồn kho	83	76	89
Các tài sản ngắn hạn khác	222	116	141
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.619</b>	<b>2.885</b>	<b>3.133</b>
Tài sản cố định	3.262	3.493	3.703
Tổng đầu tư	3.065	3.116	3.276
Tài sản dài hạn khác	4.084	3.681	3.502
<b>Tổng tài sản</b>	<b>13.031</b>	<b>13.176</b>	<b>13.615</b>
Vay & nợ ngắn hạn	543	379	431
Phải trả người bán	838	543	618
Nợ ngắn hạn khác	1.829	1.032	1.083
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>3.211</b>	<b>1.954</b>	<b>2.132</b>
Vay & nợ dài hạn	1.486	1.421	1.141
Các khoản phải trả khác	386	398	452
Vốn điều lệ và	3.014	3.014	3.014
LN giữ lại	1.227	2.096	2.554
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.926</b>	<b>7.982</b>	<b>8.254</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.022	1.420	1.636
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>13.031</b>	<b>13.176</b>	<b>13.615</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.308</b>	<b>3.120</b>	<b>1.632</b>
Khấu hao	393	393	428
Thuế đã nộp	(147)	(596)	(262)
Các khoản điều chỉnh khác	(458)	(1.713)	124
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>1.203</b>	<b>226</b>	<b>(30)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>2.299</b>	<b>1.430</b>	<b>1.892</b>
Đầu tư TSCĐ	(1.366)	(694)	(716)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	4	0	0
Các khoản khác	174	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(47)	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(1.235)</b>	<b>(694)</b>	<b>(716)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	91	(229)	(229)
Đông tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(428)	(603)	(603)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(338)</b>	<b>(832)</b>	<b>(832)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	637	1.364	1.268
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>727</b>	<b>(96)</b>	<b>344</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1.364	1.268	1.613

**Các chỉ số cơ bản**

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	25,5%	55,2%	26,4%
Vòng quay TS	0,33	0,29	0,33
ROAA	8,4%	16,2%	8,6%
Đòn bẩy tài chính	1,79	1,76	1,65
ROAE	15,0%	28,5%	14,2%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	50,7	50,7	50,9
Số ngày nắm giữ HTK	13,8	14,5	14,5
Số ngày phải trả tiền bán	140,4	104,5	101,1
Vòng quay TSCĐ	1,22	1,14	1,22
ROIC	10,0%	19,0%	10,1%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	0,8	1,5	1,5
Khả năng thanh toán nhanh	0,8	1,4	1,4
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,7	0,8
Vòng quay tiền	(75,8)	(39,3)	(35,7)
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	21,6%	(1,3%)	13,7%
Tăng trưởng LN từ HKKD	51,8%	18,3%	15,1%
Tăng trưởng LN ròng	62,4%	113,8%	(45,7%)
Tăng trưởng EPS	62,4%	113,8%	(45,7%)

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

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.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. 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. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, 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 này. VNDIRECT 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. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, 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 VNDIRECT.

---

### Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

Email: [tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn](mailto:tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn)

### Đặng Huy Hoàng – Chuyên viên phân tích

Email: [hoang.danghuy2@vndirect.com.vn](mailto:hoang.danghuy2@vndirect.com.vn)

## Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>