

KHUYẾN NGHỊ	NĂM GIỮ	CTCP GEMADEPT (HOSE: GMD) TĂNG TRƯỞNG CẢM THIỆN ĐÁNG KỂ TỪ KHU VỰC PHÍA NAM		
Giá hiện tại:	78,000	Ngày viết báo cáo:	05/04/2024	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG
Giá mục tiêu trước đây	76,400	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	367	VietFund Management Ltd 7.91%
Giá mục tiêu mới:	90,400	Vốn hóa (tỷ đồng)	23,861	KIM Co., Ltd 5.24%
Tỷ suất cổ tức	1.5%	Thanh khoản bình quân 10 phiên:	773,776	KIM VN Growth EQ Fund 3.48%
Tiềm năng tăng giá	15.9%	Sở hữu nước ngoài	49%	

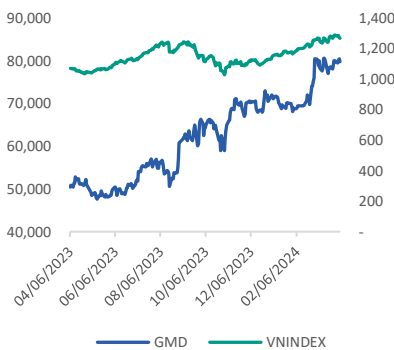
Bộ phận Research:

Tô Đình Hiền Viên
(Tiêu dùng, cảng và vận tải biển)
vientdh@bsc.com.vn

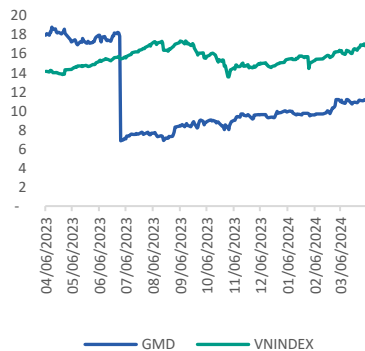
QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu GMD với giá mục tiêu năm 2024 là 90,400 VNĐ/CP (upside +15.9% so với giá đóng cửa ngày 05/04/2024) – điều chỉnh tăng giá mục tiêu +19% so với [báo cáo trước đó](#). BSC sử dụng trên phương pháp định giá từng phần thay cho phương pháp EV/EBITDA cho toàn bộ hoạt động kinh doanh của GMD bởi chúng tôi kỳ vọng LNST đóng góp từ Gemalink và SCS bước vào giai đoạn tăng trưởng mới với mức tăng lợi nhuận đóng góp lần lượt +644%yoy và +40%yoy.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2024, BSC dự báo GMD ghi nhận DTT 2024 = 4,019 tỷ đồng (+4.5%yoy), NPATMI 2024 = 1,169 tỷ đồng (+57%yoy) – đã loại trừ lợi nhuận bất thường 2023 và 2024, tương đương EPS FW 2024 = 3,821 VNĐ, P/E FWD 2024 = 20.9x. Dựa trên những giả định sau:

- Hoạt động khai thác cảng: sản lượng khai thác cảng tại các công ty con tăng nhẹ +1.3%yoy và giá dịch vụ bình quân tăng +3.8%yoy nhờ thông tư 39/2023
- Hoạt động logistics +2.5%yoy nhờ hợp tác với hai đối tác lớn trong ngành điện máy – gia dụng mới: Beko và Hitachi.
- Lợi nhuận công ty liên doanh liên kết +74%yoy nhờ vào đóng góp tích cực đến từ Gemalink (+644%yoy) và SCS (+40%yoy).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Đóng góp lợi nhuận tích cực từ công ty liên doanh liên kết Gemalink và SCS (+74%yoy). Trong đó: LNST Gemalink và SCS lần lượt đóng góp vào 127 tỷ đồng và 234 tỷ đồng (chiếm khoảng 31% NPATMI 2024).
- Biên lợi nhuận gộp (hợp nhất) cải thiện +0.5bsp nhờ nâng giá bốc dỡ theo thông tư 39/2023 thay thế cho thông tư 54/2018 trong bối cảnh sản lượng các công ty con hồi phục nhẹ.

CATALYST

- Thoái vốn hoạt động kinh doanh không cốt lõi (mảng cao su)

RỦI RO

Cạnh tranh vẫn tiếp tục tại khu vực phía Bắc, đặc biệt gay gắt hơn trong giai đoạn 2025 khi cảng Lạch Huyện bến số 3, 4, 5 và 6 đi vào hoạt động trong 2025.

Chỉ số	2022	2023	2024F	2025F
PE (x)*	14.4	23.2	20.9	19.4
PB (x)	1.8	1.8	2.4	2.2
PS (x)	3.7	4.5	6.1	5.8
ROE (%)*	13%	8%	11%	12%
ROA (%)*	8%	6%	8%	8%

(*) Đã loại trừ thu nhập bất thường

Chỉ tiêu	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	3,898	3,846	4,019	4,184
Lợi nhuận gộp	1,718	1,776	1,877	1,954
NPATMI(*)	994	746	1,169	1,261
EPS	3,298	2,447	3,821	4,121
Tăng trưởng EPS*	62%	-26%	56%	8%

Nguồn: BSC Research

Nguồn: BSC Research

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 4/2023

Bảng 1: Tóm tắt KQKD Q4/2023

	Q4.2023	Q4.2022	% YoY	2023	2022	% YoY
Doanh thu thuần	1,034	1,066	-3%	3,846	3,916	-2%
Khai thác cảng	824	788	5%	2,942	3,104	-5%
Logistics và khác	209	278	-25%	903	812	11%
Giá vốn hàng bán	(608)	(611)	-1%	(2,069)	(2,271)	-9%
Khai thác cảng	495	518	-5%	1,644	1,884	-13%
Logisitcs và khác	113	93	21%	425	387	10%
Lãi gộp	426	454	-6%	1,776	1,645	8%
Khai thác cảng	329	270	22%	1,298	1,220	6%
Logisitcs và khác	96	185	-48%	478	425	12%
Chi phí bán hàng	(29)	(36)	-21%	(115)	(146)	-21%
CP QLDN	(247)	(154)	60%	(545)	(396)	38%
%SG&A/DTT	27%	18%	8.9	17%	14%	3.3
Lãi từ HĐKD	288	316	-9%	3,160	1,357	133%
Thu nhập tài chính	24	8	193%	1,941	24	8018%
Chi phí tài chính	(25)	(27)	-6%	(169)	(176)	-4%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(38)	(36)	6%	(93)	(131)	-29%
Lãi/(lỗ) từ CTLK	139	70	98%	272	405	-33%
Thu nhập khác, ròng	(35)	(65)	-46%	(16)	(48)	-67%
Lợi nhuận trước thuế	253	251	1%	3,144	1,308	140%
Thuế TNDN	(62)	(36)	72%	(642)	(152)	322%
LNST (chưa loại trừ LN bất thường)	192	216	-11%	2,502	1,156	116%
LNST (loại trừ LN bất thường)	192	216	-11%	1,027	1,156	-11%
Biên lợi nhuận ròng	19%	20%	(1.7)	65%	30%	35.5
Lợi ích của cổ đông thiểu số	77	27	186%	280	162	73%
LNST công ty mẹ (chưa loại trừ LN bất thường)	115	189	-39%	2,222	994	123%
LNST công ty mẹ (loại trừ LN bất thường)	115	189	-39%	746	994	-25%

Nguồn: Fiinpro, BSC Research

Điểm nhấn chính trong hoạt động kinh doanh Q4/2023: Hoạt động khai thác cảng tại các công ty con dần phục hồi trong những tháng cuối năm. Gemalink đóng góp lợi nhuận vượt trội so với 3 quý trước đó nhờ sản lượng tăng đột biến (+41%qoq, +78%yoy).

- (1) Doanh thu khai thác cảng +5%yoy chủ yếu đến từ nhờ tăng giá dịch vụ bình quân +9%yoy.
- (2) Lãi công ty liên doanh liên kết +98%yoy, phần lớn đến từ Gemalink đóng góp 72 tỷ đồng
- (3) Biên lợi nhuận hoạt động giảm mạnh -23bsp do phát sinh tăng chi phí SG&A (+171%yoy)
- (4) LNST - CĐTS giảm -39%yoy chủ yếu đến từ chi phí thuế TNDN = 62 tỷ đồng (+72%yoy) và lợi ích cổ đông thiểu số = 77 tỷ đồng (+186%yoy).

Cả năm 2023: Tăng trưởng chủ yếu đến từ thoái vốn cảng Nam Hải Đình Vũ

- (1) DTT = 3,846 tỷ đồng (-1%yoy) do sản lượng qua cảng giảm -5%yoy bởi cầu tiêu dùng tại các khu vực vẫn đang yếu.
- (2) LNST-CĐTS = 2,222 tỷ đồng (+124%yoy) chủ yếu nhờ vào khoản thoái vốn của Nam Hải Đình Vũ. Nếu loại trừ khi khoản lợi nhuận bất thường, LNST-CĐTS ước tính = 746 tỷ đồng (-25%yoy).

II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

(1) Đóng góp lợi nhuận tích cực từ công ty liên doanh liên kết Gemalink và SCS:

- **Đối với Gemalink:**

- a. Trong ngắn hạn:

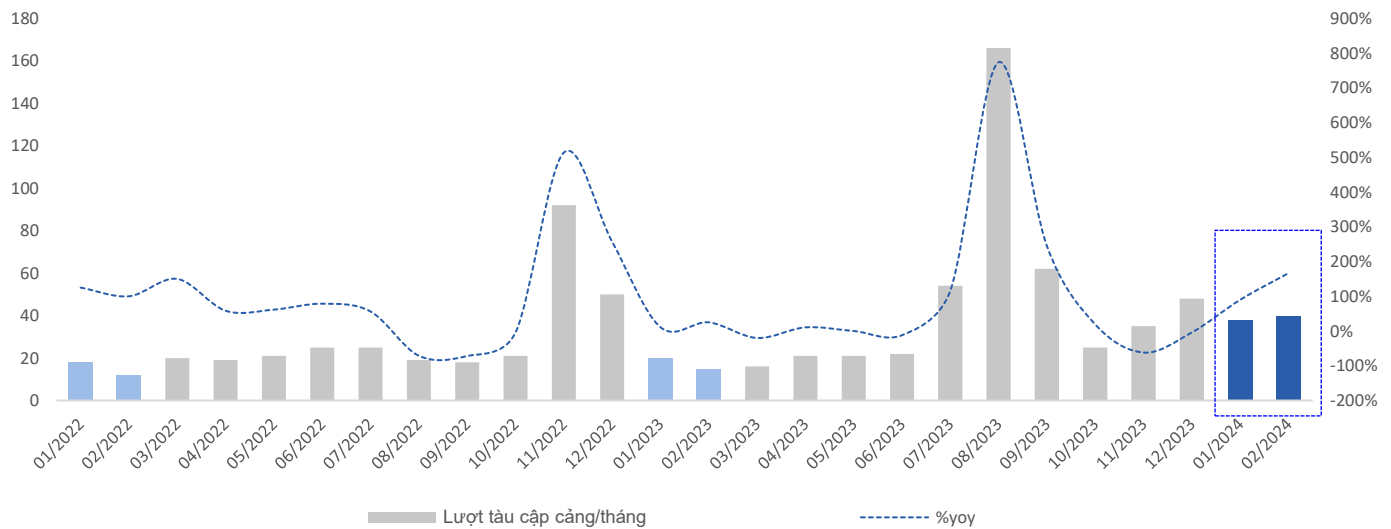
- Lợi nhuận đóng góp vào GMD tăng mạnh **+644%yoy**, nhờ:

- (i) **Số lượng tàu cập cảng Gemalink trong 2 tháng đầu năm +50%** so với giai đoạn 2021 – 2023: Theo quan sát, ngoài số lượt tàu thuộc nhóm cung cấp sản lượng chính cho Gemalink: CMA CGM với tần suất trung bình khoảng 8-10/lần/tháng trong 2 tháng đầu năm 2024 – tương đương so với cùng kỳ. Gemalink còn tăng mới các lượt đón các tàu lớn khác thuộc liên minh Ocean Alliance (Evergreen, ONE...) với tần suất bình quân 4 lần/tháng.

- (ii) Phục hồi trên mức nền thấp và cầu tiêu dùng có dấu hiệu cải thiện: Gemalink với mức **sản lượng tăng mạnh mẽ +121% (tương đương hơn 230 ngàn TEU) trong 2 tháng đầu năm so với cùng kỳ** - cao hơn so với các cảng của cả nước (+33%yoy) và cảng tại khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu (+61%yoy). Chúng tôi cho rằng đây là dấu hiệu tích cực cho thấy cầu tiêu dùng dần hồi phục.

- **Biên lợi nhuận cải thiện +0.9 bsp yoy** nhờ giá dịch vụ bốc dỡ tăng +10%yoy theo thông tư 39/2023.

Hình: Số lượng tàu cập cảng Gemalink trong 2 tháng đầu năm 2024 có dấu hiệu cải thiện +50% so với 2021 - 2023



Nguồn: Cảng vụ Vũng Tàu, BSC Research tổng hợp

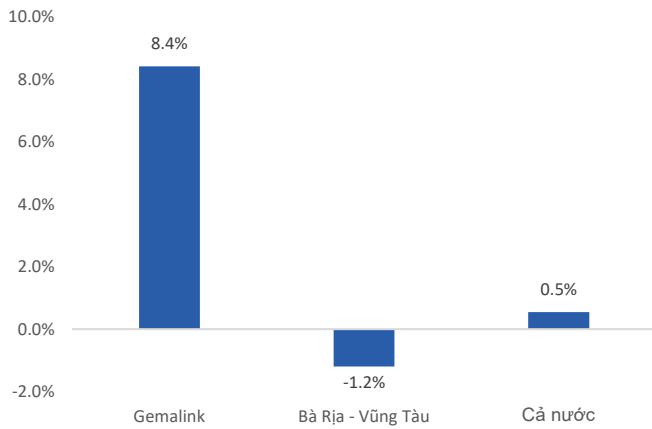
Theo đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng Gemalink 2024 tăng mạnh **+40%yoy**, tương đương với **96% công suất thiết kế** giai đoạn 1.

- b. Trong trung và dài hạn: Triển vọng đến từ mở rộng công suất bắt đầu vào năm 2025 (ước tính khoảng 2.3 triệu TEU/năm) và đạt tối đa 3 triệu TEU/năm từ 2026 trở đi – cao nhất so với các cảng đối thủ lớn khác trong cùng khu vực.

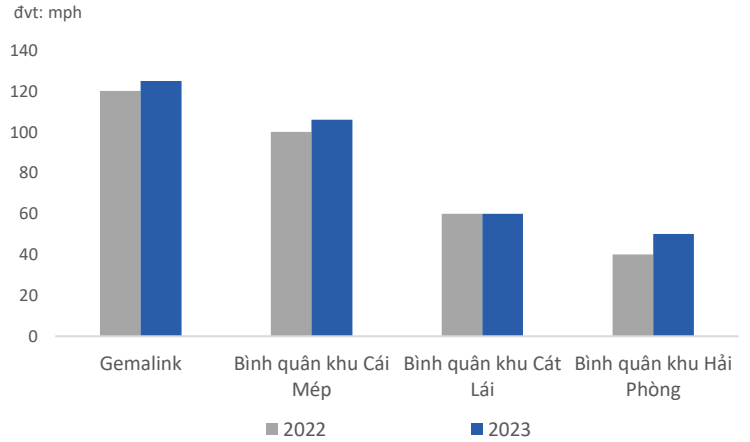
- (i) **Sở hữu công suất khai thác lớn (giai đoạn 1 = 1.5 triệu TEU/năm và giai đoạn 2 = 3 triệu TEU/năm), tỷ lệ hấp thụ tốt và khả năng xếp dỡ cạnh tranh so với các cảng trong cùng khu vực:**

- Gemalink với tốc độ tăng trưởng kép sản lượng container 2021 – 2023 = 8.4%/năm – cao hơn so với toàn ngành và khu vực lân cận = -1.2%/năm. Cho thấy khả năng hấp thụ tương đối tốt nhờ các cam kết cung cấp sản lượng từ CMA – CGM và những hỗ trợ hoạt động hậu cần giúp GMD thu hút thêm các khách hàng lớn mới.
- Nhờ vào vị trí thuận lợi và khả năng xếp dỡ nhanh chóng – khả năng xếp dỡ của Gemalink đang tốt hơn so với bình quân các nhóm cảng biển lớn trên cả nước. Đây là hai yếu tố hàng đầu giúp Gemalink thu hút các hãng tàu lớn thường xuyên vào làm hàng tại cảng.

Hình: Khả năng hấp thụ của Gemalink tốt hơn so với khu vực lân cận và toàn ngành giai đoạn 2021 – 2023.



Hình: Khả năng giải phóng tàu tốt hơn so với bình quân các nhóm cảng lớn trên cả nước.

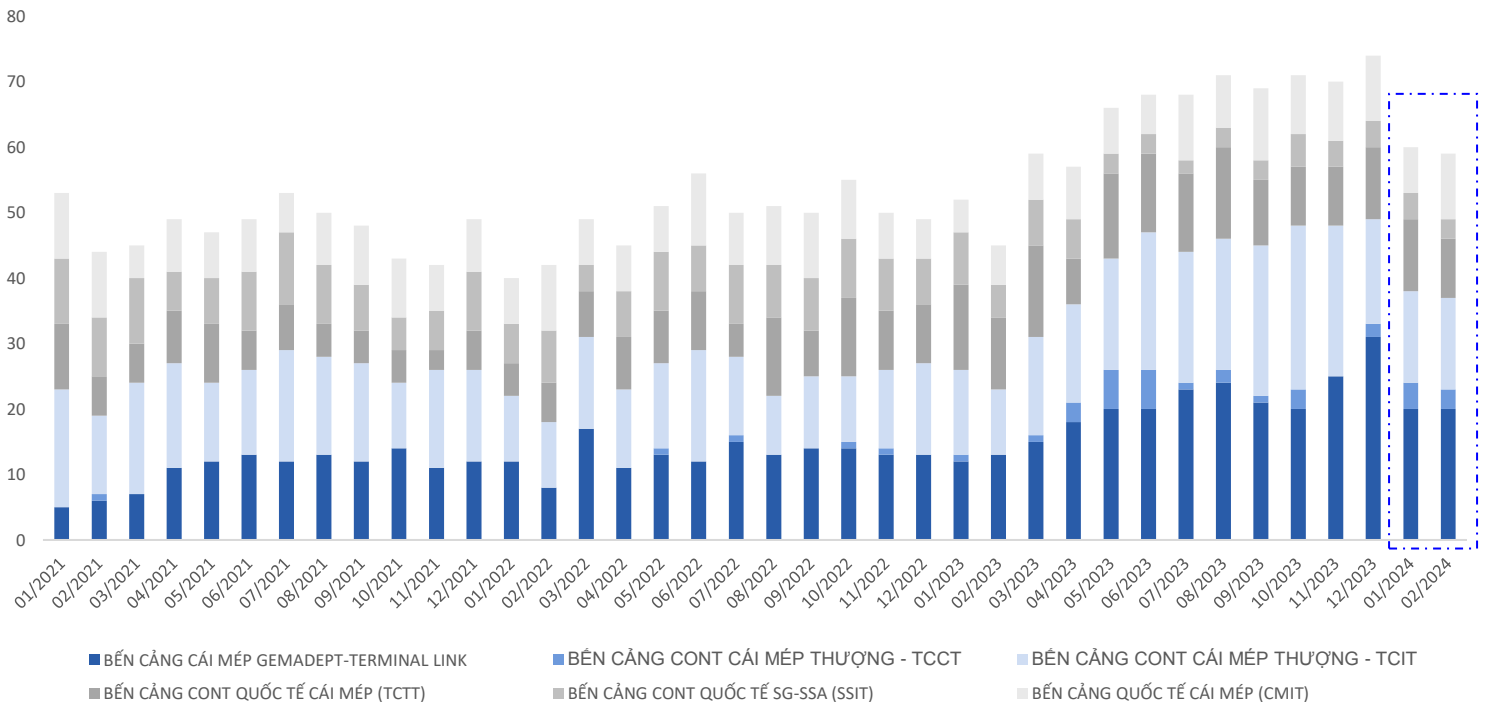


Nguồn: VPA, GMD, BSC Research tổng hợp

(ii) **Điểm đến làm hàng hấp dẫn so với các cảng khác trong khu vực lân cận:** Gemalink đã dần thể hiện tốt vai trò cảng nước sâu tư nhân dẫn đầu tại Cái Mép – Thị Vải, nhờ 2 yếu tố đề cập phía trên, giúp tăng khả năng thu hút tàu mẹ cập cảng làm hàng có tải trọng từ 100 ngàn DWT trở lên - nhiều gấp 1.01 – 4.6 lần so với các cảng khác tại khu vực lân cận giai đoạn 2022- 2023, trong khi Gemalink chỉ mới đi vào hoạt động chính thức được hơn 3 năm so với các đối thủ lớn khác như Tân Cảng đã hoạt động với bề dày gần 15 năm.

Hình: Gemalink có khả năng thu hút tàu mẹ với tải trọng trên 100 ngàn DWT tốt hơn so với các cảng lớn hoạt động lâu năm trong cùng khu Cái Mép – Thị Vải.

lượt tàu 100k DWT cập cảng/tháng



Nguồn: Cảng vụ Vũng Tàu, BSC Research tổng hợp

(iii) **Dự kiến thời gian đưa vào khai thác tuyến đường Biên Hòa – Vũng Tàu trong 2026 giúp thúc đẩy lưu thông hàng hóa qua khu vực Cái Mép nói chung và Gemalink nói riêng:**

Hiện nay, cảng TCIT+TCCT (thuộc Tân Cảng, khu vực Cái Mép – Thị vải) hoạt động gần như lấp đầy công suất thiết kế là 2 triệu TEU/năm. Nhờ kết nối hạ tầng thuận tiện, sẽ giúp lượng hàng hóa tại các khu công nghiệp tại Đồng Nai kỳ vọng chạy vào hệ thống cảng Cái Mép – Thị Vải thay vì vào khu vực cảng tại TP.HCM – nơi đang hoạt động với công suất đã được lấp đầy.

⇒ **Vì vậy chúng tôi cho rằng Gemalink vẫn còn nhiều dư địa phát triển trong trung và dài hạn.**

Với những yếu tố tích cực nói trên, chúng tôi cho rằng **trong 2025, sản lượng qua cảng GMD có tốc độ tăng trưởng = 15.8%/năm** - tương đương với tốc độ tăng trưởng sản lượng kép của Gemalink giai đoạn 2021 – 2024 và cao hơn so với tốc độ tăng trưởng bình quân ngành dự kiến khoảng 4,0 – 4,5%/năm (dựa trên phê duyệt Quy hoạch tổng thể phát triển cảng biển Việt Nam giai đoạn 2021 – 2030). **Trong gian đoạn 2026 – 2029, chúng tôi kỳ vọng Gemalink tăng trưởng với tốc độ bình quân = 18.7%/năm** nhờ vào yếu tố kết nối hạ tầng giao thông vào khu vực Cái Mép. Nhờ đó, đóng góp vào lợi nhuận sau thuế của GMD lần lượt như sau:

Bảng: Ước tính khả năng lấp đầy của Gemalink và lợi nhuận đóng góp vào GMD giai đoạn 2024 – 2029

Chỉ tiêu	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Công suất thiết kế (triệu TEU)	1.5	2.3	3.0	3.0	3.0	3.0
Công suất thực hiện (triệu TEU)	1.4	1.7	2.0	2.3	2.8	3.3
% tăng trưởng (yoy)	96%	74%	66%	78%	93%	110%
Tỷ lệ lấp đầy (%)	40.0%	15.8%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%
LNST (tỷ đồng)	196	233	324	464	624	831
Tỷ lệ GMD sở hữu	65.13%	65.13%	65.13%	65.13%	65.13%	65.13%
LNST chuyển về GMD (tỷ đồng)	127	152	211	302	406	541

Nguồn: BSC Reseearch dự phóng

• **Đối với SCS:**

- Từ tháng 2/2024, SCS đã ký hợp đồng bốc dỡ với khách hàng lớn Qatar Airway. Ước tính sản lượng cả năm +31%yoy chủ yếu nhờ khách hàng mới giúp đóng góp thêm +25% sản lượng khai thác quốc tế trong 2024.
- Lợi nhuận sau thuế +28%yoy nhờ cơ cấu chi phí không thay đổi nhiều. Theo đó, ước tính **SCS đóng góp 236 tỷ đồng vào lợi nhuận GMD (+40%yoy)**.

Bảng: Ước tính đóng góp lợi nhuận của SCS vào GMD giai đoạn 2024 - 2029

	2024	2025(*)	2026	2027	2028	2029
Doanh thu (tỷ đồng)	906	1,014	1,135	1,267	1,415	1,581
%yoy	29%	12%	12%	12%	12%	12%
LNST (tỷ đồng)	638	645	714	790	875	970
%yoy	28%	1%	11%	11%	11%	11%
Tỷ lệ GMD sở hữu	36.60%	36.60%	36.60%	36.60%	36.60%	36.60%
LNST chuyển về GMD (tỷ đồng)	234	236	261	289	320	355

Nguồn: BSC Research dự phóng

(*) Thuế suất TNDN tăng trở lại về mức 20% thay vì 10% so với trước kia

(2) **Sản lượng các công ty con năm 2024 dần hồi phục trở lại:**

(i) **Tại phía Bắc: Sản lượng tăng nhẹ +2.1%yoy với động lực chính đến từ Nam Đình Vũ. Cụ thể:**

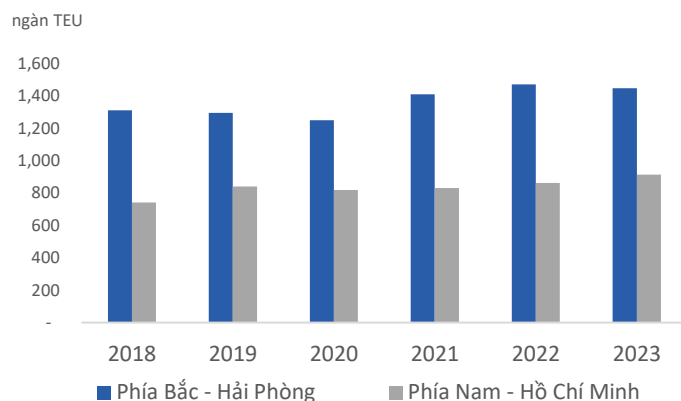
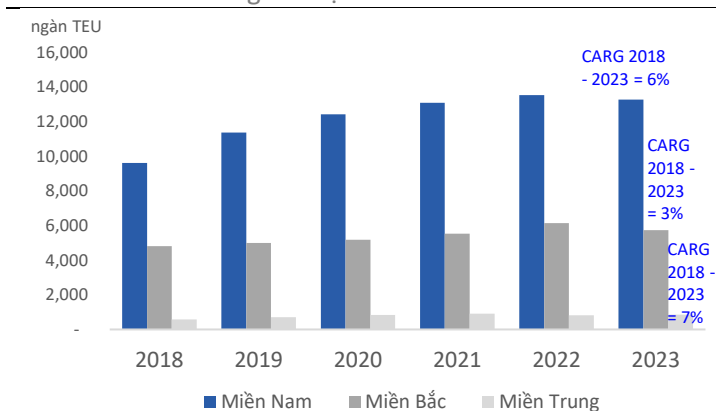
- Cảng Nam Đình Vũ: Trong 2 tháng đầu năm 2024, ghi nhận hơn 179 ngàn TEU (+156%yoy) nhờ vào chuyển dịch khách hàng từ cảng Nam Hải Đình Vũ từ 2H2023. Theo đó, **ước tính cả năm đạt hơn 1 triệu TEU (tương đương +20%yoy – chiếm khoảng 90% công suất thiết kế)**.
- Dự án nạo vét kênh đào Hà Nam dự kiến hoàn tất trong tháng 5/2024, nhằm hỗ trợ đón tàu feeder với tải trọng lớn hơn (khoảng 48,000 DWT – 50,000 DWT thay vì 30,000 DWT so với trước đó). Theo đó, kỳ vọng đóng góp vào +2% vào sản lượng Nam Đình Vũ.

(ii) **Tại phía Nam (khu vực TP. HCM và Bình Dương):**

- Nhờ vào vị trí thuận lợi, khu vực cảng Phước Long và Bình Dương luôn trong tình trạng đầy công suất. Theo đó, chúng tôi cho rằng **sản lượng cảng sẽ đi ngang trong 2024**.

Hình: Tốc độ tăng trưởng kép sản lượng container thông qua cảng có sự phân hóa theo khu vực địa lý giai đoạn 2018 – 2023.

Hình: Sản lượng hàng hóa qua cảng tại phía Bắc của GMD vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu khai thác cảng



Nguồn: VPA, GMD

- (3) Biên lợi nhuận cải thiện nhẹ +0.5bps yoy dựa trên** kỳ vọng giá bán bình quân tăng +3.6%yoy nhờ thông tư 39/2023 nâng giá bốc dỡ, giúp hỗ trợ biên mảng khai thác cảng +0.9bps yoy, tuy nhiên các hoạt động logistics với biên lợi nhuận kỳ vọng thấp làm biên gộp chung tăng nhẹ +0.5bps yoy.

c. Cập nhật khác

Ước tính giá trị thoái vốn	Cảng Nam Hải		
	Kịch bản thận trọng	Kịch bản cơ sở	Kịch bản khả quan
Công suất thiết kế (TEU)	150,000	150,000	150,000
Tỷ lệ sở hữu	99.98%	99.98%	99.98%
Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	600	600	600
Giá trị sổ sách ước tính (tỷ đồng)	100	100	100
P/B mục tiêu	1.0x	2.0x	3.0x
Giá trị thoái vốn (tỷ đồng)	100	200	300
Lợi nhuận trước thuế dự kiến thu được (tỷ đồng)	80	160	240
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	64	128	192

Nguồn: BSC ước tính

Chúng tôi lựa chọn kịch bản P/B mục tiêu = 2.0x làm kịch bản cơ sở. Theo đó, ước tính lợi nhuận bất thường đóng góp vào NPATMI 2024 = +10%.

III. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH 2024F

Năm 2024, BSC dự báo GMD ghi nhận DTT 2024 = 4,019 tỷ đồng (+4.5%yoy), NPATMI 2024 = 1,169 tỷ đồng (+57%yoy) – đã loại trừ lợi nhuận bất thường 2023 và 2024, tương đương EPS FW 2024 = 3,821 VNĐ, P/E FWD 2024 = 20.4x. Dựa trên những giả định sau:

Bảng: Dự phóng kết quả kinh doanh 2024F

Dự phóng KQKD 2024F (tỷ đồng)	2023	2024F mới	2024F cũ	% chênh lệch so với dự phóng cũ	%yoy (2024F mới/2023)	Giải thích điều chỉnh 2024F mới so với dự báo cũ
Doanh thu thuần	3,846	4,019	4,029	-0.2%	4.5%	⇒ Điều chỉnh giảm giá bán bình quân -9.5% do giá bán bình quân 2023 thấp hơn so với kỳ vọng.
Khai thác cảng	2,942	3,094	3,325	-7.0%	5.2%	
Sản lượng khai thác	2,358	2,388	2,322	2.8%	1.3%	
+ Phía Bắc	1,445	1,476	1,461	1.0%	2.1%	
+ Phía Nam	913	913	861	6.0%	0.0%	
Giá dịch vụ bình quân (triệu đồng)	1.25	1.30	1.43	-9.5%	3.8%	
Logistics và khác	903	926	704	31.5%	2.5%	
Giá vốn hàng bán	(2,069)	(2,142)	(2,128)	0.7%	3.5%	
%GVHB/DTT	53.8%	53.3%	52.8%	(0.5)	(0.5)	
Lợi nhuận gộp	1,776	1,877	1,901	-1%	6%	
%GPM	46.2%	46.7%	47.2%	0.5	0.5	
Chi phí BH	(115)	(120)	(117)	3%	5%	
Chi phí QLDN	(545)	(570)	(403)	41%	5%	⇒ Điều chỉnh tăng +5% do CPQLDN cao hơn so với dự kiến.
%SG&A/DTT	17.2%	17.2%	12.9%	(4.3)	-	
Lãi từ HĐKD	1,116	1,187	1,381	-14%	6%	⇒ Điều chỉnh tăng lợi nhuận đóng góp của GML vào GMD (+421% so với dự phóng cũ) nhờ vào kỳ vọng sản lượng +40%yoy và hoạt động trên điểm hòa vốn. Lợi nhuận SCS đóng góp vào GMD +31% so với dự phóng cũ nhờ vào ký được hợp đồng cung cấp dịch vụ bốc dỡ cho Qatar Airways từ tháng 2/2024.
%EBIT/DTT	29%	30%	34%	4.8	0.5	
Thu nhập tài chính (*)	1,941	211	51	314%	-89%	
Chi phí tài chính	(169)	(182)	(202)	-10%	8%	
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	(135)	(155)	(202)	-23%	15%	
Lãi/lỗ từ công ty LD, LK	272	472	242	95%	74%	
Trong đó:						
Gemalink	17	127	24	421%	644%	
SCS	167	234	179	31%	40%	
Thu nhập khác, ròng	(16)	(24)	(0)	6338%	50%	
LNTT	3,144	1,664	1,270	31%	-47%	
Thuế TNDN	(642)	(203)	(185)	10%	-68%	
LNST	2,502	1,460	1,181	24%	-42%	
Lợi ích CĐKKS	280	164	129	27%	-42%	
LNST Công ty mẹ	2,222	1,297	1,052	23%	-42%	
LNST Công ty mẹ (loại trừ LN bất thường)	746	1,169	1,052	11%	57%	
%LNST Công ty mẹ/DTT	57.8%	32.3%	26.1%	(6.1)	(25.5)	
%LNST Công ty mẹ/DTT (loại trừ lợi nhuận bất thường)	19.4%	32.3%	26.1%	(6.1)	12.9	
EPS	7,284	4,239	3,532	20%	-42%	
EPS* (loại trừ LN bất thường)	2,447	3,821	3,532	8%	56%	
P/E	7.8	18.4	17.5			
P/E* (loại trừ LN bất thường)	23.2	20.4	17.5			

Nguồn: BSC Research

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu GMD với giá mục tiêu năm 2024 là 90,400 VNĐ/CP (upside +15.9% so với giá đóng cửa ngày 04/04/2024) – điều chỉnh tăng giá mục tiêu +19% so với [báo cáo trước đó](#). Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần thay cho phương pháp EV/EBITDA cho toàn bộ hoạt động kinh doanh của GMD bởi chúng tôi kỳ vọng LNST đóng góp từ Gemalink và SCS bước vào giai đoạn tăng trưởng mới với mức tăng lợi nhuận đóng góp lần lượt +644%yoy và +40%yoy. Cụ thể:

- (1) Cảng và logistics hợp nhất chúng tôi duy trì phương pháp EV/EBITDA với giá trị mục tiêu không đổi = 9.9 bởi đầu tư xây dựng cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 làm gia tăng chi phí khấu hao và lãi vay.
- (2) Nâng kỳ vọng về kết quả kinh doanh của 2 công ty liên kết có đóng góp tỷ trọng lợi nhuận lớn:
 - Gemalink: Nâng kỳ vọng sản lượng 2024F từ +20%yoy lên +40%yoy bởi sản lượng phục hồi tốt hơn dự kiến nhờ (i) phục hồi trên mức nền thấp, cầu tiêu dùng dần cải thiện và (ii) tăng số lượt tàu làm hàng vào cảng. Trong giai đoạn 2025, chúng tôi giả định sản lượng Gemalink +15.4%/năm – tương đương CARG của Gemalink giai đoạn 2021-2024. Trong giai đoạn 2026 – 2029, chúng tôi giả định sản lượng Gemalink bình quân tăng trưởng = 19.3%/năm nhờ hỗ trợ từ tuyến đường cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu. Theo đó, ước tính đóng góp vào lợi nhuận hàng năm cho GMD trung bình trong 2025 – 2029 dự kiến khoảng 331 tỷ đồng/năm. Do Gemalink không niêm yết, chúng tôi áp dụng phương pháp DCF thay vì EV/EBITDA đối với hoạt động kinh doanh của công ty này.
 - SCS: Lợi nhuận đóng góp vào GMD được mở rộng +40% yoy so với báo cáo trước đó nhờ ký hợp đồng cung cấp dịch vụ bốc dỡ cho Qatar Airways từ giữa Q1/2024.
- (3) Do yếu tố hạn chế về thông tin, chúng tôi sử dụng tỷ lệ chiết khấu khoảng 25% đối với mảng bất động sản.

Bảng: Định giá cổ phiếu

SUM-OF-THE-PARTS VALUATION (Định giá từng phần)	ĐVT	Phương pháp định giá	Giá trị mục tiêu	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị 2024F	Giá trị đóng góp
1. Ước tính lợi nhuận đóng góp của các tài sản hiện hữu						
(i) Cảng và logistics hợp nhất	tỷ đồng	EV/EBITDA	9.9x	100%	16,449	16,449
(ii) Gemalink	tỷ đồng	DCF		65.15%	8,233	5,364
(iii) SCS	tỷ đồng	DCF		36.60%	9,145	3,347
(iv) Các công ty thuộc CJ Logistics (*) CJ Gemadept Logistics CJ Gemadept Shipping	tỷ đồng	P/E	10.0x	50.05%	1,025	513
(v) Công ty cao su	tỷ đồng	P/B	1.0x	100%	1,448	1,448
(vi) Các công ty khác (**)	tỷ đồng	BV		100%	406	406
2. Ước tính lợi nhuận đóng góp từ thoái vốn cảng Nam Hải						
LNST từ thoái vốn cảng Nam Hải				99.98%	128	128
Tổng giá trị vốn chủ sở hữu					36,835	27,655
Tỷ lệ chiết khấu					0%	0%
Số lượng CP đang lưu hành (***)	triệu cổ phiếu					305.9
Giá mục tiêu	VNĐ/cổ phiếu					90,400
Giá đóng cửa tại ngày 05/04/2024	VNĐ/cổ phiếu					78,000
Upside						15.9%
Dividend yield						1.5%
Tổng mức sinh lời						17.4%

Nguồn: BSC dự phóng

(*) Giả định tỷ lệ sở hữu 50.05%

(**) Bao gồm dự án bất động sản, Mekong Logistics, K'Line Logistics và các công ty liên doanh liên kết khác.

(***) Bao gồm khoản ESOP phát hành trong 2023

Chi tiết định giá các mảng:

Bảng: Mảng cảng và logistics hợp nhất (đvt: tỷ đồng)	
EV/EBITDA mục tiêu	9.9
EBITDA FY 2024 (điều chỉnh lợi nhuận bất thường)	1,592
Giá trị doanh nghiệp (EV) 2024	15,765
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	3,515
(-) Nợ vay	(2,827)
Giá trị vốn chủ sở hữu 2024	16,453
% Chiết khấu vào giá trị	0%
Giá trị VCSH sau chiết khấu	16,453

Bảng: Định giá Gemalink (tỷ đồng)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Terminal (g = 1%)
EBIT	655	765	917	1,100	1,318	
- Thuế	(26)	(36)	(52)	(69)	(92)	
+ Khấu hao	298	327	351	374	394	
- CAPEX	(505)	(540)	(430)	(428)	(354)	
Unlevered FCFF	422	517	786	976	1,265	18,275
Chiết khấu	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
Hiện giá FCFF (lũy kế)	422	478	674	775	930	12,441
Tổng hợp giá trị doanh nghiệp	15,721					
Nợ vay	(7,487)					
Giá trị doanh nghiệp	8,233					

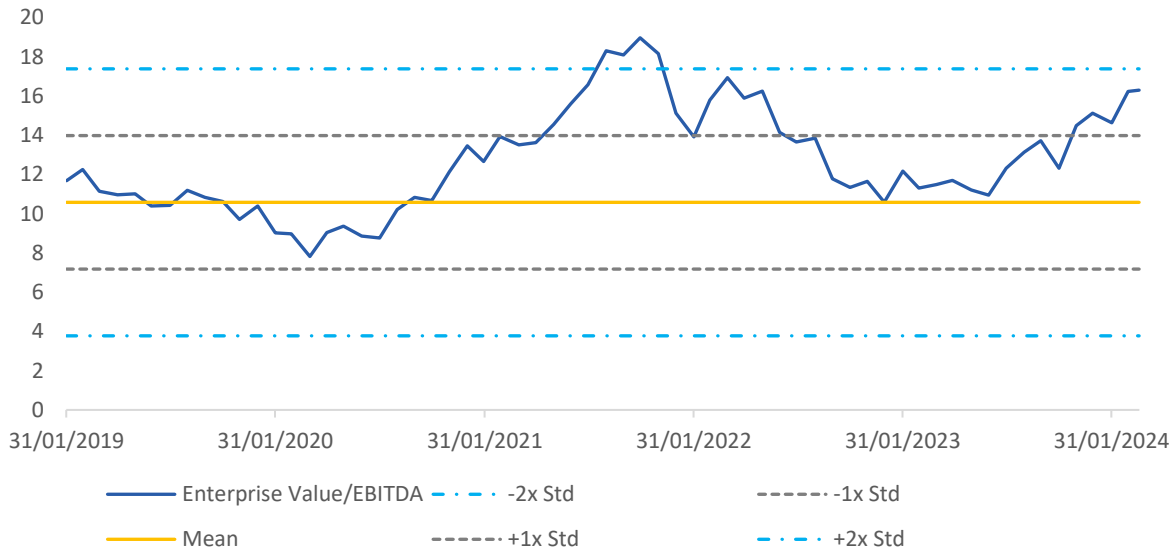
Bảng: Định giá SCS (tỷ đồng)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Terminal (g=1%)
EBIT(*)	618	689	776	867	970	
- Thuế	(90)	(161)	(179)	(198)	(219)	
+ Khấu hao	44	42	41	40	39	
- CAPEX	(27)	(27)	(28)	(29)	(30)	
- Thay đổi vốn lưu động	(68)	(129)	(142)	(158)	(174)	
Unlevered FCFF	478	414	468	523	586	8,468
Chiết khấu	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
Hiện giá FCFF (lũy kế)	478	383	401	415	431	5,766
Tổng hợp giá trị doanh nghiệp	7,875					
+ Tiền và đầu tư ngắn hạn	1,270					
- Nợ vay	-					
Giá trị vốn chủ sở hữu	9,145					

1.4. P/E Các công ty thuộc CJ Logistics (tỷ đồng)	2024F
2024F Net income	103
Target P/E	10
Equity value	1,025

Bảng: Nhóm công ty cao su (tỷ đồng)	2024F
Book value	1,448
P/B target	1.0x
Equity value	1,448

Bảng: Các công ty liên doanh liên kết khác (tỷ đồng)		2024F
Tỷ lệ chiết khấu		25%
Book value		541

Hình: Định giá EV/EBITDA



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	3,898	3,846	4,019	4,184
Giá vốn hàng bán	(2,180)	(2,069)	(2,142)	(2,230)
Lợi nhuận gộp	1,718	1,776	1,877	1,954
Chi phí BH	(142)	(115)	(120)	(125)
Chi phí QLDN	(524)	(545)	(570)	(593)
Lãi/lỗ HĐKD	1,051	1,116	1,187	1,235
Thu nhập tài chính	24	1,941	211	98
Chi phí tài chính	(166)	(169)	(182)	(225)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(131)	(135)	(155)	(197)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	399	272	472	523
Lãi/(lỗ) khác	(0)	(16)	(24)	(13)
LNNT	1,309	3,144	1,664	1,618
Thuế TNDN	(147)	(642)	(203)	(198)
LNST	1,161	2,502	1,460	1,420
Lợi ích CĐKKS	167	280	164	159
LNST Công ty mẹ	994	2,222	1,297	1,261
EBITDA	1,427	1,511	1,592	1,682
EPS	3,298	7,284	4,239	4,122

LCTT (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
(Lỗ)/LNNT	1,308	3,144	1,664	1,618
Khấu hao và phân bổ	376	395	406	446
Thay đổi vốn lưu động	1,138	(696)	155	(56)
Điều chỉnh khác	(489)	(2,931)	(203)	(198)
LCTT từ HĐKD	2,333	(88)	2,021	1,810
Tiền chi mua TSCĐ	(1,391)	(1,045)	(40)	(471)
Đầu tư khác	121	2,059	(347)	(242)
LCTT từ HĐĐT	(1,269)	1,013	(387)	(713)
Tiền chi trả cổ tức	(428)	(780)	(834)	(811)
Tiền từ vay ròng	91	(81)	863	450
Tiền thu khác	-	45	-	-
LCTT từ HĐTC	(338)	(816)	30	(361)
Dòng tiền đầu kỳ	637	1,364	1,474	3,137
Tiền trong kì	726	109	1,663	737
Dòng tiền cuối kỳ	1,364	1,474	3,137	3,874

CĐKT (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Tiền và tương đương tiền	1,364	1,474	3,137	3,874
Đầu tư ngắn hạn	82	356	374	393
Phải thu ngắn hạn	868	1,212	1,039	1,082
Hàng tồn kho	83	68	70	71
TS ngắn hạn khác	-	-	-	-
TS ngắn hạn	2,619	3,401	4,849	5,658
Phải thu dài hạn	45	40	46	48
TSCĐ nguyên giá	6,304	6,858	6,897	8,264
Khấu hao	(3,042)	(2,689)	(3,094)	(3,541)
TSĐT nguyên giá	-	-	-	-
Khấu hao	-	-	-	-
TS dở dang dài hạn	2,790	1,759	1,759	864
ĐT dài hạn	3,065	3,122	3,452	3,675
TS dài hạn khác	1,249	1,051	1,288	1,341
TS dài hạn	10,412	10,141	10,349	10,651
Tổng TS	13,031	13,542	15,198	16,308
Nợ phải trả	2,667	1,491	1,656	1,707
Vay ngắn hạn	543	446	346	367
Tổng Nợ ngắn hạn	3,211	1,936	2,002	2,075
Vay dài hạn	1,486	1,518	2,482	2,910
Nợ dài hạn khác	386	381	381	381
Tổng Nợ dài hạn	1,872	1,899	2,863	3,291
Tổng Nợ phải trả	5,083	3,836	4,864	5,365
Vốn góp	3,014	3,059	3,059	3,059
Thặng dư vốn	1,942	1,942	1,942	1,942
Vốn chủ khác	743	619	619	619
Lãi chưa phân phối	1,227	2,938	3,401	3,851
Lợi ích CĐTS	1,022	1,149	1,313	1,472
Tổng VCSH	7,948	9,707	10,333	10,943
Tổng nguồn vốn	13,031	13,542	15,198	16,308

Chi số (%)	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng thanh toán				
Hố TT ngắn hạn	0.8	1.8	2.4	2.7
Hố TT nhanh	0.7	1.6	2.3	2.6
Cơ cấu vốn				
Hố Nợ/TTS	39%	28%	32%	33%
Hố Nợ/VCSH	64%	40%	47%	49%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	14	12	12	12
Số ngày phải thu NH	81	115	94	94
Định Giá				
PE (*)	14.4	23.2	20.4	18.9
PB	1.8	1.8	2.3	2.2
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	44%	46%	47%	47%
Lợi nhuận LNST	30%	65%	36%	34%
ROE (*)	13%	8%	11%	12%
ROA (*)	8%	6%	8%	8%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	22%	-1%	5%	4%
Tăng trưởng EBIT	56%	128%	-45%	0%
Tăng trưởng LNNT (*)	62%	-1%	16%	8%
Tăng trưởng EPS (*)	62%	-26%	56%	8%
SLCP lưu hành (triệu)	301	301	306	306
BVPS	26,371	31,825	33,780	35,772

Nguồn: BSC Research

(*) Loại trừ thu nhập bất thường

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8-9 Tòa nhà Thái Holdings

210 Trần Quang Khải

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà President Place

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

