

CTCP GEMADEPT (GMD) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND45.500

Giá mục tiêu

VND62.300

Tỷ suất cổ tức

2,97%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Công nghiệp

Ngày 22/12/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

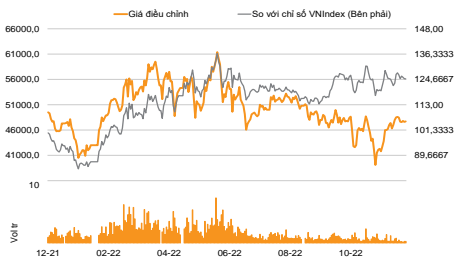
Consensus*: Mua:7 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 13,7%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm dự phóng EPS 2023 12,2%
- Tăng dự phóng EPS 2024 2,2%

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	61.400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	39.100
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	35.731tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	14.346
Free float (%)	85
P/E trượt (x)	23,5
P/B hiện tại (x)	2,28

Cơ cấu sở hữu

Vietnam Investment Fund II, Limited	14,4%
SSJ Consulting Co., LTD	10,0%
KIM Vietnam Growth Equity Fund	5,2%
Khác	70,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Tiến Dũng

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Lợi nhuận duy trì tăng trưởng trong khó khăn

- Trong 9T22, lợi nhuận (LN) ròng của GMD đạt 806 tỷ đồng (+94,2% svck), phù hợp dự phóng và đạt 80% dự báo cả năm của chúng tôi.
- Nam Đình Vũ giai đoạn 2 và Gemalink giai đoạn 2 là động lực tăng trưởng chính của GMD trong giai đoạn tới.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 62.300 đ/cp.

Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm ấn tượng

Trong 9T22, doanh thu của GMD tăng 31,5% svck, trong đó doanh thu dịch vụ cảng biển tăng 22,9% svck nhờ tình trạng dư cung tại cụm cảng Hải Phòng giảm dần. Doanh thu logistics tăng 88,0% svck nhờ đóng góp chính của mảng vận tải container hưởng lợi từ giá cước vận tải container tăng vọt. Sản lượng container của Gemalink đã đạt 900.000 TEU và ghi nhận lợi nhuận (LN) ròng khoảng 103,9 tỷ đồng trong 9T22, giúp lợi nhuận từ công ty liên kết tăng 109,2% svck. Tuy nhiên, chi phí tài chính 9T22 tăng 58,3% svck do lỗ tỷ giá cao (+129,6% svck) khi đồng USD tăng giá. Do đó, LN ròng 9T22 tăng 94,2% svck lên 806 tỷ đồng, đạt 80,0% dự báo cả năm của chúng tôi.

Khó khăn trước mắt đến từ nhu cầu suy giảm trên toàn cầu

Do lượng đơn hàng mới từ các thị trường lớn toàn cầu suy giảm, trong Q3/22, sản lượng container tại cụm cảng Hồ Chí Minh và cụm cảng Cái Mép – Thị Vải giảm 7% svck trong khi sản lượng container tại cụm cảng Hải Phòng đi ngang. Chúng tôi cho rằng những khó khăn này sẽ tiếp diễn trong năm 2023 và ảnh hưởng tiêu cực tới hoạt động xuất nhập khẩu cũng như hoạt động của các cảng biển Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng một số yếu tố tích cực như cước vận tải biển giảm, tình trạng tắc nghẽn được giải tỏa, chính sách zero-Covid của Trung Quốc được gỡ bỏ sẽ phần nào giảm bớt tác động từ nhu cầu toàn cầu suy giảm trong năm 2023.

Hạ dự báo EPS 2023 xuống 12,2% và tăng dự báo EPS 2024 thêm 2,2%

Chúng tôi duy trì dự báo EPS 2022 và hạ dự báo EPS 2023 xuống 12,2% do triển vọng mảng logistics của GMD suy yếu. Trong 2024, chúng tôi kỳ vọng những khó khăn toàn cầu sẽ giảm bớt và sẽ hỗ trợ cho toàn bộ hoạt động kinh doanh của GMD, do đó chúng tôi tăng dự báo EPS 2024 thêm 2,2%.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 62.300 đ/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho cổ phiếu GMD với giá mục tiêu 62.300 đ/cp (giảm 3,3% sv báo cáo trước) do (1) điều chỉnh EPS 2023-2024 và (2) tăng lãi suất phi rủi ro từ 3% lên 4%. Rủi ro rằng giá bao gồm (1) sản lượng container và phí xếp dỡ tại cảng của GMD cao hơn dự kiến và (2) thoái vốn tài sản có mức giá cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá gồm (1) triển vọng toàn cầu suy yếu hơn so với dự kiến, (2) việc xây dựng Gemalink giai đoạn 2 chậm hơn dự kiến và (3) môi trường lãi suất cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	3.206	3.762	3.962	4.140
Tăng trưởng DT thuần	23,1%	17,3%	5,3%	4,5%
Biên lợi nhuận gộp	35,6%	41,4%	36,5%	35,9%
Biên EBITDA	40,4%	50,4%	50,0%	52,8%
LN ròng (tỷ)	612	1.005	1.086	1.291
Tăng trưởng LN ròng	65,0%	64,2%	8,0%	18,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi	65,0%	64,2%	8,0%	18,9%
EPS cơ bản	2.031	3.336	3.602	4.283
EPS điều chỉnh	2.031	3.336	3.602	4.283
BVPS	20.967	24.239	27.841	31.624
ROAE	10,0%	14,8%	13,8%	14,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

LỢI NHUẬN DUY TRÌ TĂNG TRƯỞNG TRONG KHÓ KHĂN

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích GMD bởi:

- Động lực tăng trưởng lợi nhuận của GMD trong thời gian tới là việc mở rộng các cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2 và Gemalink giai đoạn 2. Nam Đình Vũ giai đoạn 2 đang gấp rút triển khai xây dựng và lắp đặt thiết bị. Theo kế hoạch, Nam Đình Vũ giai đoạn 2 có thể đi vào hoạt động từ Q1/23, nâng tổng công suất thiết kế của cảng Nam Đình Vũ từ 500.000 TEUs/năm lên 1.000.000 TEUs/năm, giúp doanh thu cảng của GMD tăng 13,8%/5,6% svck trong năm 2023-24. Chúng tôi kỳ vọng Gemalink giai đoạn 2 có thể bắt đầu xây dựng vào Q1/23 khi giấy phép xây dựng được phê duyệt và có thể đạt công suất thiết kế (900.000 TEU) trong năm hoạt động đầu tiên 2025. Chúng tôi dự báo Gemalink sẽ đóng góp 26,4%/32,8% vào LN ròng của GMD trong năm 2023-2024 từ mức LN ròng 14,6% trong năm 2022.
- GMD dự kiến tăng vốn thêm 2.009 tỷ đồng thông qua phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu (tỷ lệ phát hành 3:1 và giá chào bán 20.000 đồng/cổ phiếu) để tài trợ cho Nam Đình Vũ giai đoạn 2 (800 tỷ đồng) và Gemalink giai đoạn 2 (1.000 tỷ đồng). Chúng tôi kỳ vọng vào triển vọng dài hạn tươi sáng cho GMD nhờ kế hoạch mở rộng công suất để nắm bắt cơ hội tăng trưởng của thị trường vận tải biển và cảng biển Việt Nam.
- Chúng tôi dự báo LN ròng của GMD tăng trưởng 8,1%/18,9% svck trong 2023-24.

Rủi ro đầu tư:

- Rủi ro tăng giá đối với dự báo của chúng tôi bao gồm (1) sản lượng container và phí xếp dỡ tại cảng của GMD cao hơn dự kiến và (2) thoái vốn tài sản có mức giá cao hơn dự kiến.
- Rủi ro giảm giá gồm (1) triển vọng toàn cầu suy yếu hơn so với dự kiến, (2) việc xây dựng Gemalink giai đoạn 2 chậm hơn dự kiến và (3) môi trường lãi suất cao hơn dự kiến.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 62.300 đ/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho cổ phiếu GMD với giá mục tiêu 62.300 đồng/cp (-3.3% so với báo cáo trước đó) do (1) chúng tôi giảm 12,2% dự báo EPS năm 2023 vì triển vọng nhu cầu toàn cầu suy yếu và tăng dự báo EPS năm 2024 thêm 2,2% vì chúng tôi tin rằng nhưng khó khăn toàn cầu có thể giảm từ năm 2024 và (2) chúng tôi tăng lãi suất phi rủi ro từ 3% lên 4%.

Hình 1: Định giá SOTP

Giá trị VCSH hoạt động cốt lõi	16.350
Giá trị VCSH dự án cao su	1.414
Giá trị VCSH mảng bất động sản	1.021
Tổng giá trị VCSH (tỷ đồng)	19.398
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr)	301
Giá trị cổ phiếu (VND)	62.300

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Các giả định

Giả định	Giá trị
Beta	0,93
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
Lãi suất phi rủi ro	4,0%
Chi phí VCSH	14,2%
Chi phí nợ	8,5%
Thuế TNDN	20,0%
WACC	12,6%
Tăng trưởng bền vững	5,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: 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)	9.132
Giá trị hiện tại của giá trị tới hạn (tỷ đồng)	9.177
Giá trị hoạt động cốt lõi (tỷ đồng)	18.309
Trừ: vay nợ (tỷ đồng)	(1.922)
Cộng: tiền và đầu tư ngắn hạn (tỷ đồng)	689
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	(726)
Giá trị VCSH hoạt động cốt lõi	16.350

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Mô hình định giá DCF (Đơn vị: Tỷ đồng)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBIT	1.563	1.591	1.779	2.120	2.231	2.368	2.517	2.778
Cộng: khấu hao	366	421	421	421	421	421	421	421
Trừ: CAPEX	-1.102	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100
Thay đổi vốn lưu động	-498	-457	-152	-225	-188	-163	-153	-156
Dòng tiền tự do (FCF)	329	1.455	1.947	2.215	2.364	2.525	2.685	2.943
Trừ: thuế	-173	-145	-158	-174	-192	-217	-242	-287
FCFF	157	1.309	1.790	2.041	2.172	2.309	2.443	2.656
Giá trị hiện tại của FCFF	157	1.163	1.411	1.428	1.349	1.273	1.196	1.155

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E		Tăng trưởng	P/BV		ROE (%)		EV/EBITDA	
						2022	2023		2022	2023	2022	2023	2022	2023
			Nguyên tệ	Nguyên tệ	tr USD			CAGR (%)						
Công ty cảng biển														
CTCP Cảng Hải Phòng	PHP VN	16.900	NA	KKN	213,2	9,1	8,4	7,8	1,2	1,0	13,5	13,1	5,1	4,8
CTCP Container Việt Nam	VSC VN	30.400	NA	KKN	160,6	11,4	10,6	4,3	1,2	1,1	12,6	12,1	4,6	4,4
Adani Ports And Special Econ	ADSEZ IN	882	NA	KKN	23.333,3	26,4	21,6	6,8	4,1	3,5	16,4	17,8	18,3	15,2
Xiamen Interna-A	600897 CH	15	NA	KKN	634,0	28,0	14,3	-27,2	1,2	1,1	2,9	9,5	15,2	5,7
Namyong Terminal	NYT TB	4	NA	KKN	121,4	22,0	18,8	-12,7	1,4	1,3	6,9	6,9	6,9	6,5
CTCP Gemadept	GMD VN	45.500	62.300	Khả quan	518,7	13,6	12,6	27,4	1,9	1,6	14,8	13,8	7,8	7,5
<i>Trung bình</i>						<i>18,4</i>	<i>14,4</i>		<i>1,8</i>	<i>1,6</i>	<i>11,2</i>	<i>12,2</i>	<i>9,7</i>	<i>7,3</i>
<i>Trung vị</i>						<i>17,8</i>	<i>13,5</i>		<i>1,3</i>	<i>1,2</i>	<i>13,1</i>	<i>12,6</i>	<i>7,4</i>	<i>6,1</i>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm ấn tượng

Hình 6: Tổng hợp KQKD Q3/22 và 9T22 (Đơn vị: tỷ đồng)

	Q3/22	Q3/21	% svck	9T22	9T21	% svck	sv dự phóng Nhận xét
Doanh thu	992	729	36,1%	2.850	2.168	31,5%	73,6%
- Dịch vụ cảng biển	780	644	21,0%	2.315	1.884	22,9%	69,7% svck). Trong 9T22, chúng tôi ước tính sản lượng container của GMD tăng 9,1% svck trong bối cảnh sản lượng container chỉ tăng 3,0% svck nhờ (1) xu hướng dịch chuyển nguồn hàng từ thượng nguồn sang hạ nguồn của cụm cảng Hải Phòng, và (2) hạ tầng cảng biển của GMD được nâng cấp hơn so với các cảng khác. Giá bán trung bình tăng 12,7% svck do (1) tình trạng dư cung đang giảm nhiệt, và (2) đồng USD tăng giá hơn so với VND (+1,1% svck).
- Dịch vụ logistics	212	84	151,6%	534	284	88,0%	97,2% svck nhờ cước vận tải biển cao kể từ đầu năm 2022.
Lợi nhuận gộp	402	263	52,7%	1.191	842	41,4%	86,8%
Biên lợi nhuận gộp	40,6%	36,2%	+4,4 điểm%	41,8%	38,8%	+3,0 điểm%	Biên LN gộp của GMD tăng 3,0 điểm % trong 9T22 do doanh thu cao bù đắp cho chi phí cố định.
- Biên LNG của cảng biển	39,6%	37,7%	+1,9 điểm%	41,0%	40,4%	+0,7 điểm%	
- Biên LNG của logistics	44,0%	24,2%	+19,8 điểm%	45,0%	28,5%	+16,4 điểm%	
Chi phí bán hàng	35	48	-26,5%	110	122	-10,0%	58,9%
Chi phí QLDN	85	83	2,4%	241	221	9,3%	69,6%
Lợi nhuận từ công ty liên kết	109	68	61,2%	336	161	109,2%	54,1% svck). Trong 9T22, sản lượng container của Gemalink đạt 900.000 TEU (+70% svck) và ghi nhận LN ròng 103,9 tỷ đồng so với lỗ ròng 30,6 tỷ trong 9T21. Doanh thu tài chính 9T22 giảm 52,8% svck do GMD không ghi nhận lợi nhuận từ thoái vốn như trong 9T21.
Doanh thu tài chính	7	3	121,9%	16	34	-52,8%	34,4% svck do lỗ chênh lệch tỷ giá cao hơn
Chi phí tài chính	62	23	165,4%	151	95	58,3%	80,4% (+129,6% svck) do đồng USD tăng giá.
LN ròng	244	126	92,9%	806	415	94,2%	80,0% Phù hợp với dự phóng của chúng tôi.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

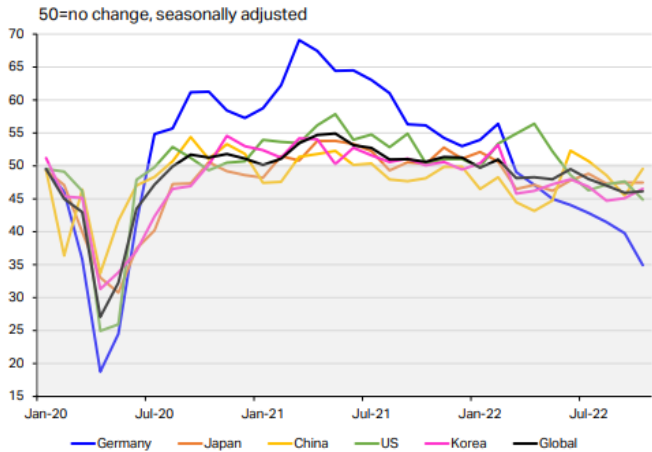
Tăng trưởng LN ròng có thể chậm lại trong 2023 trước khi tăng trở lại vào năm 2024

Cước vận tải biển giảm, giảm thiểu ách tắc ở cảng và Trung Quốc gỡ bỏ zero-Covid có thể giảm thiểu tác động từ nhu cầu suy yếu trên toàn cầu

Số lượng đơn hàng mới, chỉ số đại diện cho hoạt động vận chuyển hàng hóa, đang trong xu hướng giảm. Chỉ số PMI toàn cầu vẫn nằm dưới 50 điểm, cho thấy hoạt động sản xuất toàn cầu đang suy giảm. Hầu hết tất cả các nền kinh tế lớn trên thế giới đều suy giảm. Đặc biệt, chỉ số PMI của Đức đã nằm dưới 50 kể từ tháng 3, cho thấy tác động tiêu cực lên kinh tế của cuộc chiến giữa Nga – Ukraina. Kết quả là sản lượng container qua cụm cảng Hồ Chí Minh và Cái Mép – Thị Vải giảm 7% svck trong Q3/22 trong khi sản lượng qua cụm cảng Hải Phòng đi ngang svck.

Chúng tôi cho rằng các khó khăn này sẽ tiếp tục diễn biến trong năm 2023 khi FED và các ngân hàng trung ương có thể duy trì mặt bằng lãi suất cao trong 1 thời gian dài để kiểm chế lạm phát, và việc này sẽ tác động tiêu cực lên hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam cũng như hoạt động của các cảng biển trong thời gian tới. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng các yếu tố tích cực bao gồm cước vận tải biển giảm, giảm thiểu ách tắc ở các cảng lớn và Trung Quốc gỡ bỏ chính sách zero-Covid có thể phần nào giảm thiểu tác động tiêu cực từ nhu cầu suy yếu trên toàn cầu. Hơn nữa, chúng tôi tin rằng các cảng của GMD ở Hải Phòng có thể được hưởng lợi khi Trung Quốc mở cửa nền kinh tế do cụm cảng Hải Phòng là cửa ngõ giao thương chính giữa Việt Nam và Trung Quốc.

Hình 7: Số lượng đơn đặt hàng mới suy giảm ở các thị trường lớn



Nguồn: Infogram, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Các yếu tố ảnh hưởng đến triển vọng ngành cảng biển

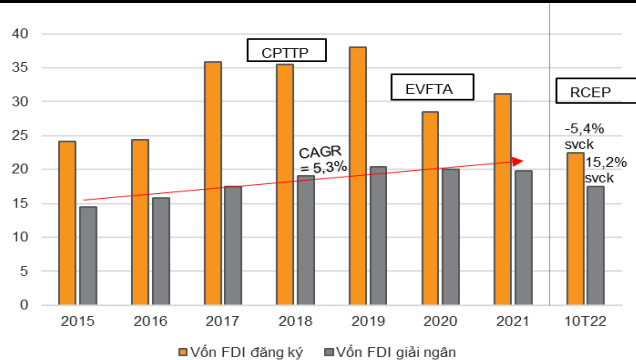
Yếu tố	Tác động	Nhận xét
Cước vận tải biển giảm	▲	Giá cước vận tải hấp dẫn sẽ hỗ trợ hoạt động giao thương toàn cầu.
Giải tỏa tình trạng tắc nghẽn	▲	Tình trạng thiếu container - yếu tố chính gây ra tắc nghẽn cảng biển đã được giải quyết nhờ lượng container được bổ sung. Ngoài ra, với việc các cảng hoạt động 100% công suất sau dịch, lượng tàu xếp hàng chờ đã được giải quyết ở các khu vực cảng chính.
Gỡ bỏ chính sách zero-Covid của Trung Quốc	▲	Chúng tôi tin rằng Trung Quốc đang trên con đường mở cửa lại nền kinh tế và đây là yếu tố hỗ trợ mạnh cho ngành cảng biển. Cụ thể hơn, Trung Quốc mở cửa sẽ tác động tích cực đến cụm cảng Hải Phòng do đây là cửa ngõ giao thương chính giữa Việt Nam và Trung Quốc.
Nhu cầu tiêu dùng toàn cầu suy yếu	●	IMF dự báo tăng trưởng GDP toàn cầu đạt 3,2% trong năm 2022 và có thể giảm xuống 2,7% trong năm 2023. Các nguyên nhân cản trở tăng trưởng kinh tế bao gồm việc tăng lãi suất của FED và chiến tranh Nga - Ukraine. Kinh tế toàn cầu lao dốc có thể ảnh hưởng tiêu cực đến giao thương toàn cầu và sản lượng hàng hóa thông quan.

Nguồn: Freightos, VNDIRECT RESEARCH

Mảng cảng biển có thể duy trì đà tăng trưởng vững chắc trong dài hạn

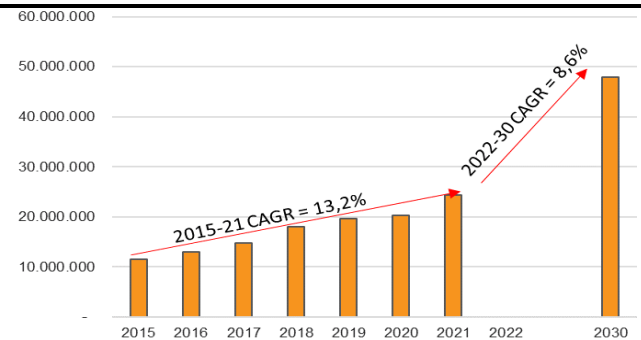
Bất chấp việc thắt chặt tiền tệ trên toàn thế giới, vốn FDI giải ngân vào Việt Nam vẫn tăng 15,2% svck trong 10T22 với phần lớn các dự án thuộc ngành công nghiệp và sản xuất (60%). Hiệp định RCEP có hiệu lực vào đầu năm 2022 đã thúc đẩy một số ngành sản xuất của Việt Nam đạt mức tăng trưởng mạnh trong nửa đầu năm 2022, dù cho tăng trưởng đã chậm lại trong nửa cuối năm do nhu cầu tiêu dùng toàn cầu giảm. Chúng tôi vẫn tin rằng các hiệp định thương mại này sẽ tác động tích cực đến hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam trong những năm tới khi tiêu dùng toàn cầu phục hồi, từ đó mang lại lợi ích cho ngành cảng biển Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng container của Việt Nam sẽ tăng 2,5% svck trong năm 2022 lên 24,9 triệu TEU, sau khi đã tăng 2,9% svck trong 10T22, và sẽ tăng trưởng kép 8,6% trong giai đoạn 2022-30 đạt 48 triệu TEU hàng hóa qua đường cảng biển trong 2023, theo mục tiêu của Bộ Giao thông vận tải (GTVT) trong quy hoạch cảng biển tổng thể giai đoạn 2021-30.

Hình 9: Vốn FDI giải ngân vào Việt Nam tăng trưởng kép 5,3%, giúp thúc đẩy sản lượng hàng hóa thông qua



Nguồn: Infogram, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Sản lượng container của Việt Nam dự kiến sẽ tăng trưởng kép 8,6% trong giai đoạn 2022-30



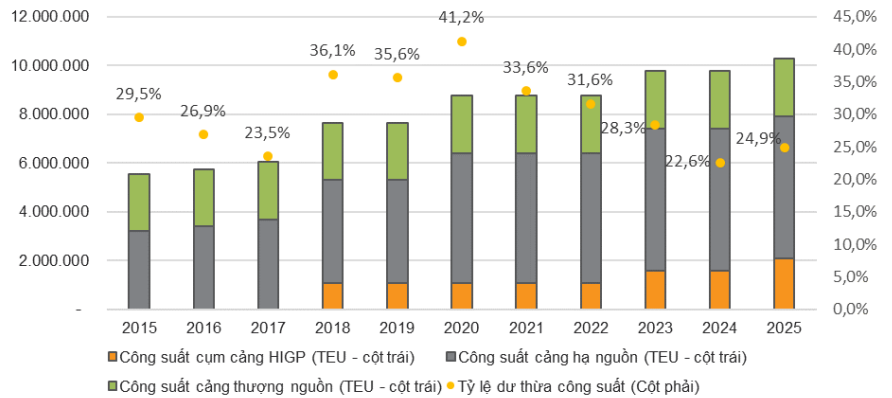
Nguồn: Freightos, VNDIRECT RESEARCH

Trong bối cảnh các cảng của GMD đã hoạt động quanh mức công suất thiết kế, động lực tăng trưởng chính cho mảng cảng biển kể từ năm 2023 đến từ cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2 và cảng Gemalink:

- Nam Đình Vũ giai đoạn 2 đang khẩn trương triển khai xây dựng và lắp đặt thiết bị. Theo kế hoạch, Nam Đình Vũ giai đoạn 2 có thể đi vào hoạt động từ Q1/23, nâng công suất thiết kế của Nam Đình Vũ từ 500.000 TEU/năm lên 1.000.000 TEU/năm. Tình trạng dư cung tại cụm cảng

Hải Phòng đang dần được giảm bớt, giúp cải thiện công suất của các cảng hạ nguồn tại đây trong đó có cảng Nam Đình Vũ. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng container của GMD có thể tăng 14,2%/5,3% svck trong năm 2023-24 nhờ (1) vận hành cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2 và (2) tình trạng dư thừa nguồn cung tại cụm cảng Hải Phòng giảm dần. Chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình trong năm 2023-24 của GMD sẽ tiếp tục ổn định, theo đó, doanh thu cảng biển của GMD có thể tăng 13,8%/5,6% svck trong năm 2023-24.

Hình 11: Áp lực cạnh tranh đang có xu hướng giảm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Vinamarine

- Trong tháng 8/2022, Bộ GTVT đã phê duyệt dự án nâng cấp tuyến luồng Cái Mép – Thị Vải từ phao số 0 vào khu bến cảng container Cái Mép. Tổng mức đầu tư là 1.414 tỷ đồng, vốn sẽ được bố trí theo tiến độ dự án trong 4 năm. Dự án sẽ giúp cụm cảng Cái Mép – Thị Vải tiếp nhận được tàu có trọng tải lớn hơn, giảm chi phí cho các hãng vận tải, từ đó thu hút các hãng tàu trên thế giới, giúp tăng sản lượng container thông qua các cảng tại đây, trong đó có Gemalink. Chúng tôi dự báo Gemalink giai đoạn 2 có thể bắt đầu xây dựng vào Q1/23 khi giấy phép xây dựng được phê duyệt và có thể đạt đến công suất thiết kế tối đa (900.000 TEU) trong năm đầu tiên hoạt động là năm 2025. Tính toàn bộ dự án (giai đoạn 1 và giai đoạn 2), chúng tôi kỳ vọng Gemalink sẽ hoạt động với công suất tối đa 2.880.000 TEU/năm (hiệu suất đạt 120%, mức thường thấy ở các cảng hoạt động vượt công suất) vào năm 2026, qua đó đóng góp 705 tỷ đồng lợi nhuận ròng năm 2026, chiếm 40,0% lợi nhuận ròng 2026 của GMD.

Hình 12: LN ròng của Gemalink đóng góp cho GMD, theo ước tính của chúng tôi.

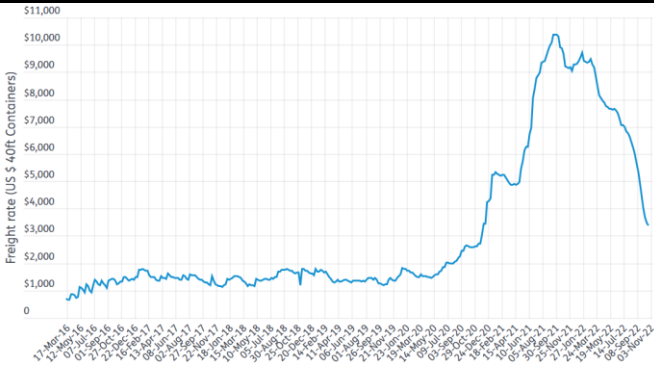
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Gemalink giai đoạn 1						
Sản lượng container (TEUs)	700.000	1.200.000	1.500.000	1.800.000	1.800.000	1.800.000
Công suất hoạt động	47%	80%	100%	120%	120%	120%
Gemalink giai đoạn 2						
Sản lượng container (TEUs)					900.000	1.080.000
Công suất hoạt động					100%	120%
Tổng sản lượng container (TEUs)	700.000	1.200.000	1.500.000	1.800.000	2.700.000	2.880.000
LN đóng góp cho GMD (Tỷ đồng)	(37)	147	286	423	684	705
Tỷ lệ đóng góp vào LN ròng của GMD		14,6%	26,4%	32,8%	41,6%	40,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Giá cước vận tải biển giảm làm suy yếu triển vọng mảng logistic

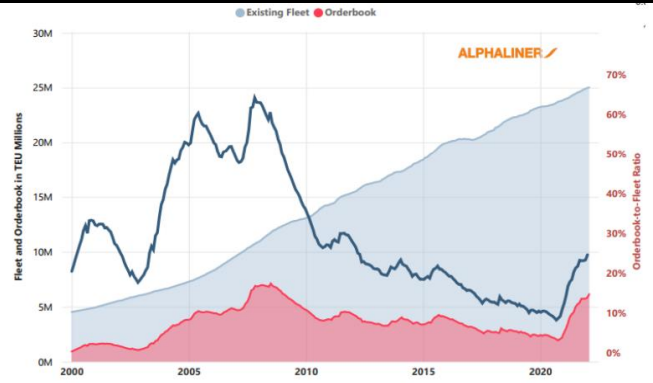
Sau một giai đoạn tăng phi mã, giá cước vận tải biển đã sụt giảm mạnh, trong đó chỉ số vận tải container (đại diện cho giá cước vận tải container) đã giảm 67% so với mức đỉnh. Đây là hệ quả của việc nhu cầu vận tải biển toàn cầu suy yếu trong khi thị trường lo ngại nguồn cung sẽ tăng trong thời gian tới. Theo Alphaliner, số lượng đơn đóng tàu mới tiếp tục tăng, đưa lượng đặt hàng hiện tại đạt 27,9% tổng công suất thị trường – mức cao nhất kể từ năm 2012.

Hình 13: Chỉ số container toàn cầu đã giảm 67% so với mức đỉnh thiết lập vào T9/21



Nguồn: Infogram, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Lượng đặt hàng mới hiện tại đã đạt 27,9% tổng dung lượng thị trường



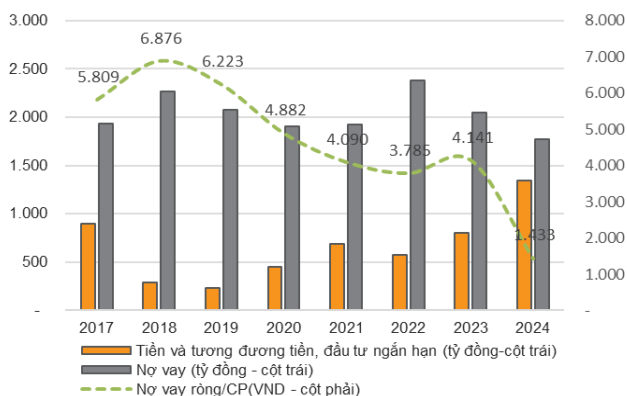
Nguồn: Freightos, VNDIRECT RESEARCH

Tình trạng dư cung sẽ gây áp lực lên giá cước vận tải biển trong thời gian tới. KQKD mảng vận tải container của GMD có độ trễ nhất định với biến động của giá cước vận tải do các hợp đồng thuê tàu định hạn thường được ký 6-12 tháng. Do đó, giá cước vận tải biển giảm sẽ được phản ánh vào doanh thu mảng vận tải biển (thuộc mảng logistic) trong giai đoạn 2023-24. Do đó, sau khi tăng 48,0% svck trong năm 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu logistic của GMD có thể giảm 35%/5% svck trong giai đoạn 2023-24.

Ảnh hưởng tiêu cực trong môi trường lãi suất tăng cao trong năm 2023 trước khi được giải tỏa vào năm 2024

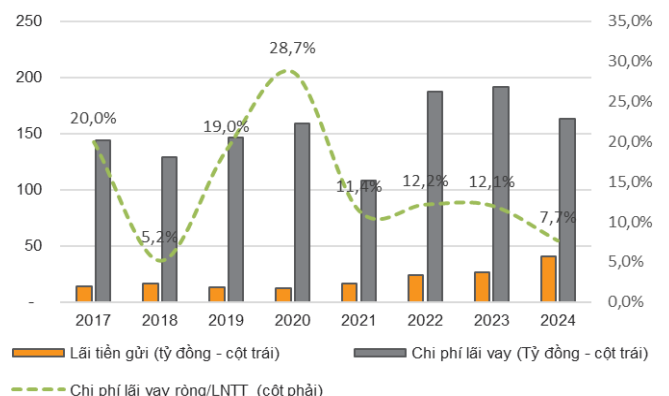
Chúng tôi cho rằng môi trường lãi suất tăng sẽ tác động tiêu cực đến doanh nghiệp có nợ ròng như GMD, đặc biệt khi GMD đang trong giai đoạn đầu tư cao với hai dự án mở rộng (Nam Đình Vũ giai đoạn 2 và Gemalink giai đoạn 2). Chúng tôi ước tính nợ ròng/cổ phiếu của GMD có thể tăng lên 4.141 đồng vào năm 2023 từ 3.785 đồng trong năm 2022 trước khi giảm xuống 1.433 đồng trong 2024. Chi phí lãi vay của GMD có thể duy trì ở mức cao, chiếm 12,2%/12,1% LNTT giai đoạn 2022-23 trước khi giảm xuống 7,7% LNTT năm 2024.

Hình 13: GMD trong tình trạng nợ ròng và có thể bị ảnh hưởng tiêu cực từ việc tăng lãi suất



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Mức độ ảnh hưởng của chi phí lãi vay đến LN trước thuế của GMD



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Điều chỉnh dự báo KQKD giai đoạn 2022-24

Chúng tôi thay đổi dự phóng KQKD của GMD như sau:

- Chúng tôi giảm doanh thu dịch vụ cảng biển 6,5%-5,5% trong giai đoạn 2022-24 do tính hình kinh tế toàn cầu ảm đạm dẫn đến suy giảm các hoạt động thương mại trên thế giới.
- Chúng tôi giảm doanh thu dịch vụ logistic 35,3%-41,4% trong giai đoạn 2023-24 do giá cước vận tải biển giảm mạnh.
- Chúng tôi giảm LN từ công ty liên kết trong giai đoạn 2022-23 khoảng 20,6%-16,2% do giảm LN ròng Gemalink đóng góp 46,7%-30,7%. Luồng ở khu vực này đang được nâng cấp theo lộ trình, do đó chúng tôi duy trì dự báo 2024 cho Gemalink.

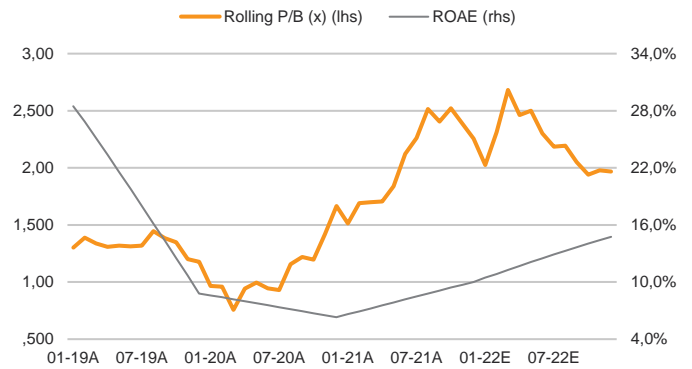
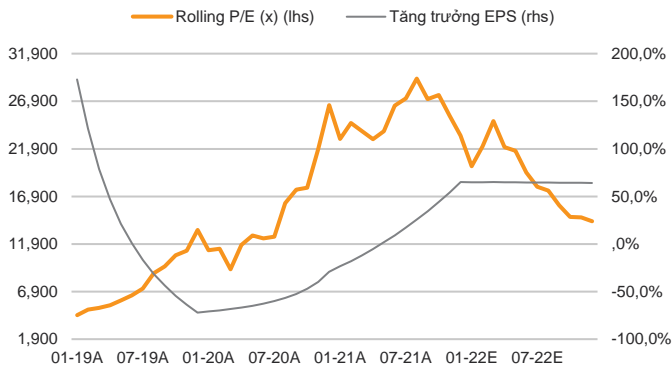
Do đó, chúng tôi giữ nguyên dự phóng EPS năm 2022 trong khi hạ dự phóng EPS năm 2023 đi 12,2% do triển vọng kinh tế toàn cầu ảm đạm. Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng những khó khăn của nền kinh tế thế giới sẽ giảm bớt, điều này sẽ hỗ trợ cho toàn bộ các mảng kinh doanh của GMD, do đó chúng tôi tăng dự phóng EPS năm 2024 thêm 2,2%.

Hình 15: Điều chỉnh dự phóng giai đoạn 2022-24

	2021	2022			2023			2024		
		Dự báo cũ	Dự báo mới	% thay đổi	Dự báo cũ	Dự báo mới	% thay đổi	Dự báo cũ	Dự báo mới	% thay đổi
Sản lượng container(TEUs)	1.862.910	2.214.428	2.024.894	-8,6%	2.504.849	2.311.714	-7,7%	2.628.581	2.433.464	-7,4%
Doanh thu (tỷ đồng)	3.206	3.871	3.762	-2,8%	4.406	3.962	-10,1%	4.643	4.140	-10,8%
- Cảng biển (tỷ đồng)	2.763	3.321	3.106	-6,5%	3.747	3.535	-5,7%	3.951	3.734	-5,5%
- Logistics (tỷ đồng)	444	550	656	19,3%	660	427	-35,3%	693	406	-41,4%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	1.142	1.372	1.558	13,6%	1.565	1.447	-7,5%	1.547	1.488	-3,8%
Chi phí bán hàng (tỷ đồng)	154	186	149	-19,8%	212	157	-25,8%	223	164	-26,4%
Chi phí QLND (tỷ đồng)	295	347	338	-2,5%	389	354	-9,0%	408	368	-9,7%
Lợi nhuận công ty liên kết (tỷ đồng)	237	622	493	-20,6%	782	655	-16,2%	821	823	0,2%
- Gemalink (tỷ đồng)	(37)	275	147	-46,7%	413	286	-30,7%	422	423	0,4%
- Khác (tỷ đồng)	274	347	347	0,0%	369	369	0,0%	400	400	0,0%
LN ròng (tỷ đồng)	612	1.008	1.005	-0,2%	1.237	1.086	-12,2%	1.263	1.291	2,2%
EPS (VND)	2.031	3.343	3.336	-0,2%	4.104	3.602	-12,2%	4.191	4.283	2,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo doanh nghiệp

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	3.206	3.762	3.962
Giá vốn hàng bán	(2.064)	(2.204)	(2.515)
Chi phí quản lý DN	(295)	(338)	(354)
Chi phí bán hàng	(154)	(149)	(157)
LN hoạt động thuần	693	1.070	936
EBITDA thuần	1.072	1.436	1.356
Chi phí khấu hao	(380)	(366)	(421)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	693	1.070	936
Thu nhập lãi	16	24	26
Chi phí tài chính	(84)	(188)	(191)
Thu nhập ròng khác	(55)	(55)	(55)
TN từ các Cty LK & LD	237	493	655
LN trước thuế	806	1.344	1.371
Thuế	(86)	(173)	(145)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(108)	(167)	(140)
LN ròng	612	1.005	1.086
Thu nhập trên vốn	612	1.005	1.086
Cổ tức phổ thông	(426)	0	0
LN giữ lại	186	1.005	1.086

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	637	544	768
Đầu tư ngắn hạn	52	33	33
Các khoản phải thu ngắn hạn	842	1.121	1.180
Hàng tồn kho	69	106	121
Các tài sản ngắn hạn khác	90	125	142
Tổng tài sản ngắn hạn	1.689	1.928	2.244
Tài sản cố định	3.067	3.803	3.483
Tổng đầu tư	2.830	3.323	3.854
Tài sản dài hạn khác	3.144	3.386	3.962
Tổng tài sản	10.731	12.441	13.543
Vay & nợ ngắn hạn	860	978	946
Phải trả người bán	381	406	464
Nợ ngắn hạn khác	1.022	1.091	1.245
Tổng nợ ngắn hạn	2.263	2.475	2.654
Vay & nợ dài hạn	1.061	1.406	1.103
Các khoản phải trả khác	363	363	363
Vốn điều lệ và	3.014	3.014	3.014
LN giữ lại	661	1.567	2.566
Vốn chủ sở hữu	6.319	7.305	8.391
Lợi ích cổ đông thiểu số	726	892	1.032
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	10.731	12.441	13.543

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	806	1.344	1.371
Khấu hao	380	366	421
Thuế đã nộp	(103)	(173)	(145)
Các khoản điều chỉnh khác	(117)	(517)	(681)
Thay đổi VLD	(2)	(498)	(457)
LC tiền thuần HKĐK	965	523	508
Đầu tư TSCĐ	(586)	(1.102)	(100)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	97	0	0
Các khoản khác	132	24	151
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(356)	(1.078)	51
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	78	462	(335)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(50)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(426)	0	0
LC tiền thuần HĐTC	(399)	462	(335)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	428	637	544
LC tiền thuần trong năm	210	(93)	224
Tiền & tương đương tiền cuối kì	637	544	768

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	19,1%	26,7%	27,4%
Vòng quay TS	0,31	0,32	0,30
ROAA	6,0%	8,7%	8,4%
Đòn bẩy tài chính	1,68	1,70	1,66
ROAE	10,0%	14,8%	13,8%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	49,7	50,7	50,7
Số ngày nắm giữ HTK	12,1	17,6	17,6
Số ngày phải trả tiền bán	67,3	67,3	67,3
Vòng quay TSCĐ	1,05	1,10	1,09
ROIC	6,8%	9,5%	9,5%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	0,7	0,8	0,8
Khả năng thanh toán nhanh	0,7	0,7	0,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,3	0,2	0,3
Vòng quay tiền	(5,4)	0,9	0,9
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	23,1%	17,3%	5,3%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	47,2%	54,4%	(12,6%)
Tăng trưởng LN ròng	65,0%	64,2%	8,0%
Tăng trưởng EPS	65,0%	64,2%	8,0%

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.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: dung.nguyentien5@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

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