

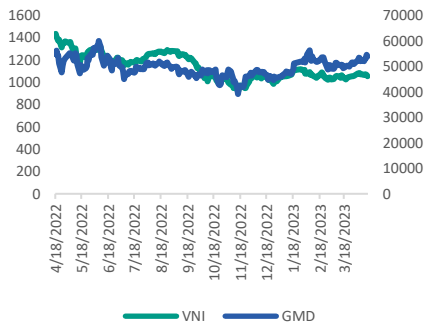
KHUYẾN NGHỊ		THEO DÕI		CTCP GEMADEPT (HSC: GMD)	
				BÁN CẢNG NAM HẢI ĐÌNH VŨ HOÀN THÀNH	
Giá hiện tại:	<b>52,700</b>	Ngày viết báo cáo:	20/04/2023	<b>CƠ CẤU CỔ ĐÔNG</b>	
Giá mục tiêu trước đây	-	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	301	VI FUND, L.P	14.2%
Giá mục tiêu mới:	<b>57,000</b>	Vốn hóa (tỷ đồng)	16,425	SSJ Consulting (VN)	9.85%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân 10 phiên:	768,420	ReCollection Pte. Ltd	4.53%
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>8%</b>	Sở hữu nước ngoài	9.73%		

**Bộ phận Research:**

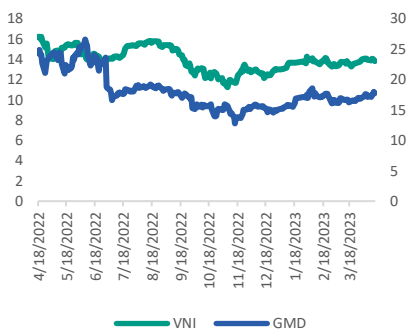
Trần Lâm Tùng,  
[Tungtl@bsc.com.vn](mailto:Tungtl@bsc.com.vn)

Phạm Quang Minh,  
[Minhpq@bsc.com.vn](mailto:Minhpq@bsc.com.vn)

**Bảng so sánh giá CP và VN- Index**



**Bảng so sánh P/E và VN index**



**QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu GMD với giá mục tiêu **57,000 đồng**, (+8% so với giá đóng cửa ngày 19/04/2023) cho năm 2023 dựa trên hai phương pháp PE mục tiêu (17x). Chúng tôi đưa ra khuyến nghị THEO DÕI do cho rằng tăng trưởng sản lượng âm trong năm 2023. So với Báo cáo trước đó, BSC nâng giá mục tiêu từ 53,500 VNĐ/CP lên mức 56,500VNĐ/CP chủ yếu đến từ việc BSC đưa vào lợi nhuận bất thường từ bán cảng Nam Hải Đình Vũ vào định giá.

**TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2023**

- (1) Hoạt động kinh doanh cốt lõi kém khả quan do sản lượng suy giảm trong 2023.
- (2) Ghi nhận lợi nhuận One-off (Trước thuế) từ thanh lý cảng Nam Hải Đình Vũ (BSC ước tính 1,228 tỷ)

**DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

**Trong năm 2023, BSC dự báo GMD ghi nhận DTT = 3,632 tỷ đồng (-8% yoy), NPATMI = 1,985 tỷ đồng (+100% yoy), tương đương EPS FWD = 6,587 VNĐ, P/E FWD = 8.2, nếu không tính lợi nhuận one-off, NPATMI = 941 (-5% yoy), EPS FWD = 3,124 VNĐ, P/E FWD = 17.2 dựa trên các giả định sau:**

- (1) Khai thác cảng: Sản lượng khai thác cảng tại các cảng công ty mẹ giảm -11.3% yoy, sản lượng tại Gemalink giảm -16% yoy, SCS giảm -10% yoy
- (2) Mảng Logistics: Doanh thu đi ngang nhờ ký các hợp đồng vận tải biển giá cao từ 2022.
- (3) BSC ước tính GMD sẽ ghi nhận 1,228 tỷ lợi nhuận trước thuế từ thoái vốn tại cảng NHDV

**RỦI RO:** Sản lượng giảm mạnh hơn so với dự báo, lợi nhuận one-off thấp hơn so với dự báo,

**CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP**

**Trong Quý 4.2022, GMD ghi nhận DTT = 1,066 tỷ VNĐ (+3% yoy), NPATMI = 189 tỷ VNĐ (+0% yoy). Trong đó: 1.** Sản lượng -1% yoy. Cụ thể NDV + 12% yoy, NHDV -2% yoy, NH - 31% yoy và Giá bán -10% yoy. **2. Doanh thu mảng Logistics +74% yoy** nhờ cho thuê định hạn tàu với giá cước cao từ đầu năm. **Lãi từ CTLK -14% yoy, trong đó, GML ghi nhận lỗ 22 tỷ VNĐ.** BSC cho rằng nguyên nhân đến từ sản lượng thấp. Đặc biệt, GML cũng phải khai thác lượng lớn Container rỗng, có giá dịch vụ thấp hơn

Chỉ số	2022	2023F	Peer	VN-Index	2020	2021	2022	2023F	
PE (x)	16.3	8.2	13.5	13.7	Doanh thu thuần	2,606	3,206	3,916	3,632
PB (x)	2.0	1.7	1.99	1.67	Lợi nhuận gộp	950	1,142	1,645	1,526
PS (x)	4.1	4.5	2.7	3.2	Lợi nhuận sau thuế	371	612	994	1,985
ROE (%)	13%	29%	18.32%	16.8%	EPS	1,231	2,031	3,299	6,587
ROA (%)	8%	19%	7.95%	5.7%	Tăng trưởng EPS	-29%	65%	62%	100%
					Nợ ròng/ VCSH	49%	52%	66%	52%

## I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q4.2022 & NĂM 2022

GMD_Tỷ VNĐ	Q4.2021	Q4.2022	% YoY	2021	2022	%YoY	Nhận xét
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1,038</b>	<b>1,066</b>	<b>3%</b>	<b>3,206</b>	<b>3,916</b>	<b>22%</b>	Trong Quý 4.2022, GMD ghi nhận DTT = <b>1,066 tỷ VNĐ (+3% yoy)</b> , NPATMI = <b>189 tỷ VNĐ (+0% yoy)</b> . Trong đó: <b>1. Doanh thu mảng cảng -10% yoy</b> nhờ: + Sản lượng -1% yoy. Cụ thể NDV + 12% yoy, NHDV -2% yoy, NH - 31% yoy. BSC cho rằng nguyên nhân sản lượng NDV tăng mạnh đến từ việc nhận 1 số tuyến từ NH. + Giá bán -10% yoy. <b>2. Doanh thu mảng Logistics +74% yoy</b> nhờ cho thuê định hạn tàu với giá cước cao từ đầu năm.  - Lợi nhuận gộp + 50% yoy, chủ yếu đến từ mảng Logistics.  - CP lãi vay +21% yoy do tăng vay dài hạn, cho dự án NDV Giai đoạn 2. - Lãi từ CTLK -14% yoy, trong đó, GML ghi nhận lỗ 22 tỷ VNĐ. BSC cho rằng nguyên nhân đến từ sản lượng thấp. Đặc biệt, GML cũng phải khai thác lượng lớn Container rỗng, có giá dịch vụ thấp hơn.  - Mặc dù lợi nhuận gộp + 50% yoy, tuy nhiên NPATMI đi ngang do chi phí QLDN tăng mạnh.  <b>Cập nhật khác:</b> <b>+ Dự án NDV giai đoạn 2 cơ bản đúng tiến độ.</b> Dự kiến đi vào hoạt động đầu năm 2023. GMD đã tiếp nhận 9 cầu RTGs. <b>+ GMD dự định thoái vốn cảng Nam Hải Đình Vũ.</b> Tại 31.12.2022, BSC nhận thấy BCTC GMD ghi nhận khoản đặt cọc = 1,000 tỷ VNĐ. BSC cho rằng (1) khoản này đến từ thương vụ bán cảng NHDV, (2) đối tác mua là VSC. BSC kỳ vọng thương vụ sẽ được hoàn thành trong Q1.2023, với giá trị (Deal Size) = 2,500 tỷ VNĐ. Theo đó, GMD có thể ghi nhận lợi nhuận one-off = 1,500 tỷ VNĐ <b>+ GMD lùi thời gian phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu sang năm 2023.</b>
Khai thác cảng	879	788	-10%	2,762	3,104	12%	
Logistics, cho thuê văn phòng	159	278	74%	444	812	83%	
<b>Sản lượng cảng</b>	<b>497,509</b>	<b>493,209</b>	<b>-1%</b>	<b>1,800,626</b>	<b>1,955,282</b>	<b>9%</b>	
Nam Đình Vũ	99,918	111,820	12%	366,347	380,497	4%	
Nam Hải Đình Vũ	144,335	141,299	-2%	549,142	552,662	1%	
Nam Hải	48,256	33,252	-31%	130,440	160,747	23%	
Bình Dương & Phước Long	205,000	206,838	1%	754,697	861,376	14%	
Giá bán trung bình (Triệu VNĐ/TEUS)	2	2	-10%	2	2	3%	
<b>Lãi gộp</b>	<b>303</b>	<b>454</b>	<b>50%</b>	<b>1,145</b>	<b>1,645</b>	<b>44%</b>	
Khai thác cảng	263	270	3%	1,023	1,220	19%	
Logistics, cho thuê văn phòng	40	185	357%	122	425	250%	
Thu nhập tài chính	6	8	41%	40	24	-40%	
Chi phí tài chính	(13)	(27)	108%	(108)	(176)	63%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	(29)	(36)	21%	(119)	(131)	10%	
Lãi/(lỗ) từ CTLK	82	70	-14%	242	405	67%	
Gemalink		(22)			82		
Chi phí bán hàng	(41)	(36)	-12%	(163)	(146)	-11%	
CP QLDN	(74)	(154)	108%	(295)	(396)	34%	
<b>Lãi từ HOKD</b>	<b>263</b>	<b>316</b>	<b>20%</b>	<b>861</b>	<b>1,357</b>	<b>58%</b>	
Thu nhập khác, ròng	(32)	(65)	105%	(55)	(48)	-12%	
<b>EBT</b>	<b>231</b>	<b>251</b>	<b>9%</b>	<b>806</b>	<b>1,308</b>	<b>62%</b>	
Thuế TNDN	(23)	(36)	59%	(85)	(152)	79%	
<b>NPAT</b>	<b>209</b>	<b>216</b>	<b>3%</b>	<b>721</b>	<b>1,156</b>	<b>60%</b>	
Lợi ích của cổ đông thiểu số	19	27	41%	117	162	39%	
<b>NPATMI</b>	<b>190</b>	<b>189</b>	<b>0%</b>	<b>605</b>	<b>994</b>	<b>64%</b>	
Biên lợi nhuận gộp	29%	43%	13%	36%	42%	6%	
Khai thác cảng	30%	34%	4%	37%	39%	2%	
Logistics, cho thuê văn phòng	25%	67%	41%	27%	52%	25%	
Biên lợi nhuận ròng	20%	20%	0%	0%	0%	0%	

Nguồn: BSC Research

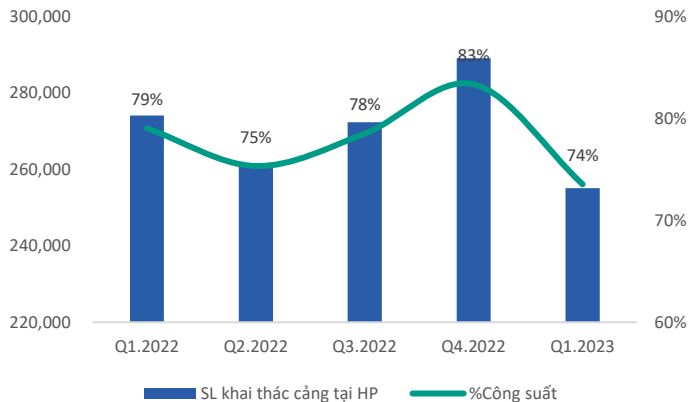
## II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### 1. BSC cho rằng HĐKD cốt lõi vẫn kém khả quan do sản lượng sụt giảm 11.3% yoy trong năm 2023.

Sản lượng cảng suy giảm mạnh trong Quý 1.2023. Trong đó:

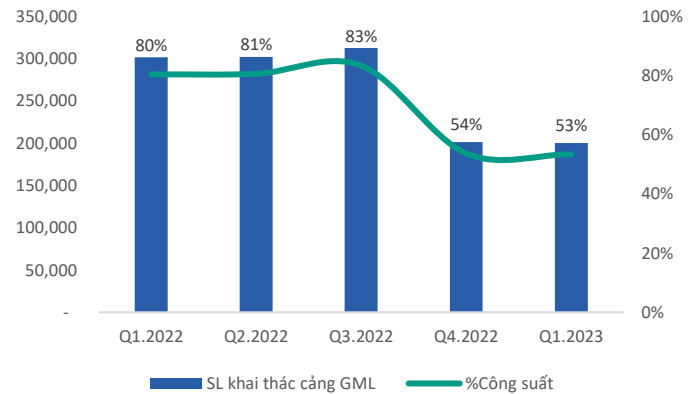
- *Tại phía Bắc:* Trong Quý 1.2023, sản lượng các cảng Nam Đình Vũ, Nam Hải Đình Vũ, Nam Hải = 242,000 TEUs (-11% yoy), tương đương 74% công suất.
- *Tại phía Nam:* Trong Quý 1.2023, sản lượng Gemalink ước tính = 200,000 TEUs (-30-35% yoy), tương đương 53% công suất.

Hình: Sản lượng khai thác cảng tiếp tục suy giảm trong 2T.2023



Nguồn: VPA

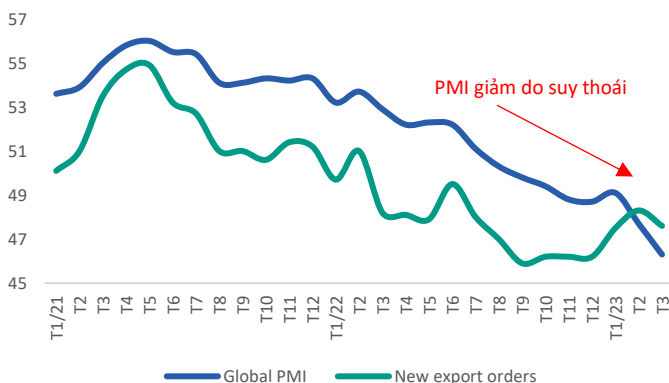
Hình: Công suất khai thác cảng/Công suất thiết kế tại Hải Phòng



Nguồn: VPA

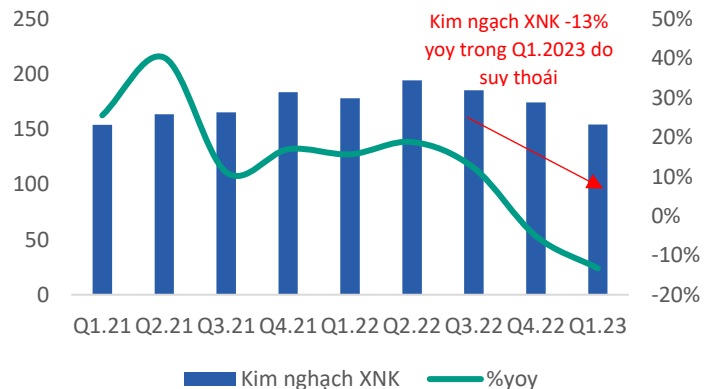
Sản lượng cảng suy giảm do kinh tế cả trong lẫn ngoài nước đang gặp khó. Kinh tế toàn cầu cho thấy sự suy giảm rõ rệt trong Q1/2023 khi chỉ số PMI, đơn hàng xuất khẩu mới duy trì vận động dưới mức trung bình (50). Tại Việt Nam, chịu tác động chung của sự suy giảm nhu cầu trên thế giới, hoạt động xuất nhập khẩu cũng ghi nhận mức giảm mạnh trong Q1.2023 (-13.3% yoy). Theo dõi các đơn hàng xuất nhập khẩu của một số doanh nghiệp niêm yết trên sàn, BSC chưa nhìn thấy các yếu tố cải thiện nào tại T3.2023. **BSC cho rằng xu hướng xuất nhập khẩu chậm lại sẽ kéo dài ít nhất đến Quý 3.2023. Do đó, sản lượng khai thác cảng của GMD nhìn chung sẽ kém khả quan trong năm 2023.**

Hình: Chỉ số PMI sản xuất toàn cầu, đơn hàng xuất khẩu mới



Nguồn: TradingEconomics

Hình: Tình hình Xuất nhập khẩu của Việt Nam



Nguồn: GSO

### 2. Tuy nhiên, GMD sẽ ghi nhận lợi nhuận one –off từ thanh lý cảng Nam Hải Đình Vũ (ước 2,300 tỷ VNĐ).

BSC dự báo GMD sẽ ghi nhận lợi nhuận đột biến 1,228 tỷ VNĐ nhờ thanh lý cảng Nam Hải Đình Vũ trong Q1.2023.

1. BSC ước tính tổng giá trị cảng NHDV = 2,800 - 3,000 tỷ VNĐ. Theo đó, BSC dự báo GMD có thể ghi nhận về từ 1,000 -1,228 tỷ VNĐ lợi nhuận one – off từ việc bán lại 85% cổ phần. Chi tiết giả định như sau:

**Bảng: Tổng lợi nhuận về GMD từ NHDV giai đoạn 2015 – 2022 (ước tính)**

KQKD	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Chi tiết giả định
SL NHDV (TEUs)	460,000	523,484	629,498	568,137	455,906	529,570	549,142	555,062	Giá bán của NHDV tương đương giá bán của DVP
Giá bán (VNĐ/TEUs)	811,589	811,589	909,659	969,407	1,027,041	1,031,223	1,129,935	1,075,300	
<b>DT NHDV (tỷ đồng)</b>	<b>373</b>	<b>425</b>	<b>573</b>	<b>551</b>	<b>468</b>	<b>546</b>	<b>620</b>	<b>597</b>	
GVHB (tỷ đồng)	(253)	(277)	(348)	(338)	(298)	(336)	(371)	(360)	TMĐT = 1,100 tỷ VNĐ, thời gian khấu hao = 15 năm
Khấu hao	(73)	(73)	(73)	(73)	(73)	(73)	(73)	(73)	
CP Biến đổi	(179)	(204)	(275)	(264)	(225)	(262)	(298)	(287)	Chi phí biến đổi chiếm 48% doanh thu, tương đương cơ cấu chi phí DVP.
Lợi nhuận gộp	121	148	224	213	170	211	249	237	Giá trị khoản vay = 610 tỷ VNĐ, lãi suất = 6 - 9%.
SG&A (5%)	(19)	(21)	(29)	(28)	(23)	(27)	(31)	(30)	
Lãi vay	(31)	(24)	(18)	(13)	(9)	(4)	(1)	-	
LNTT	71	102	178	172	138	179	217	207	
Thuế (20%)	(14)	(20)	(36)	(34)	(28)	(36)	(43)	(41)	
LNST	57	82	142	138	110	143	174	166	
<b>LN về GMD (85%)</b>	<b>48</b>	<b>70</b>	<b>121</b>	<b>117</b>	<b>94</b>	<b>122</b>	<b>148</b>	<b>141</b>	
<b>Tổng LN về GMD</b>								<b>860</b>	

Nguồn: BSC research ước tính

**Bảng: Ước tính giá trị thương vụ thoái vốn NHDV của GMD**

Giá trị sổ sách vốn góp của GMD vào NHDV trong năm 2022	338
LNST phân phối về GMD giai đoạn 2015 - 2022	860
<b>Tổng giá trị sổ sách của GMD tại NHDV (% sở hữu GMD = 85%)</b>	<b>1,198</b>
<b>Ước tính giá trị cảng NHDV – Phương pháp Chiết khấu dòng tiền đều</b>	
Dòng tiền năm 2022	239
WACC	10%
g	1.50%
<b>Giá trị hiện tại của NHDV</b>	<b>2,854</b>
Giá trị hiện tại của 85% cổ phần NHDV	2,426
Trừ: tổng giá trị sổ sách năm 2022	(1,198)
<b>Ước tính lợi nhuận thu về từ thoái vốn NHDV</b>	<b>1,228</b>

Nguồn: BSC research ước tính

2. BSC kỳ vọng thương vụ sẽ hoàn thành trong 1H.2023 dựa trên các cơ sở sau: **(1)** Khoảng 50% - 60% sản lượng tại cảng Nam Hải Đình Vũ đã được chuyển sang Nam Đình Vũ. **(2)** VSC đã đặt cọc khoảng 1,000 tỷ VNĐ vào Quý 4.2022.

Với chiến lược bán cảng Nam Hải Đình Vũ, BSC đánh giá:

1. Trong ngắn hạn:

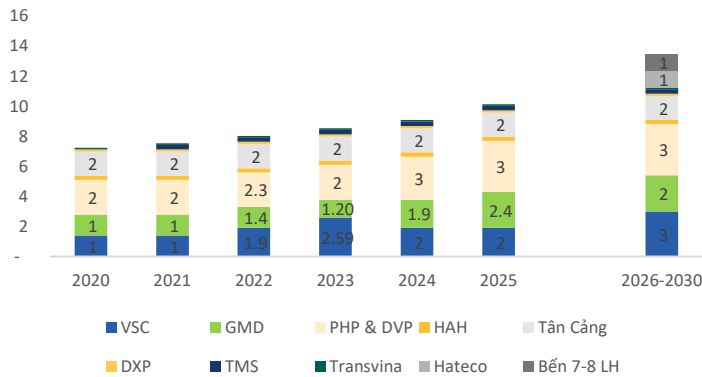
- Việc bán cảng sẽ giảm bớt áp lực lấp đầy cho Nam Đình Vũ 2.** Thứ nhất, các cảng tại khu vực Hải Phòng vẫn sẽ hoạt động dư khoảng 30% công suất trong năm 2023 ([Chi tiết tại Báo cáo trước đó](#)). Thứ hai, hoạt động xuất nhập khẩu nhìn chung vẫn khó khăn ([như đã phân tích kể trên](#)). Do vậy, việc dịch chuyển sản lượng từ NHDV (555,000 TEUs trong năm 2022) sẽ giúp giảm áp lực cho NDV 2 – BSC kỳ vọng giúp lấp đầy 80% công suất NDV 2.
- Bên cạnh đó, lượng tiền mặt lớn từ bán cảng sẽ một phần giảm bớt áp lực vốn cho dự án Gemalink 2.** Thanh lý cảng NHDV sẽ đem về 2,800 tỷ VNĐ – 3,000 tỷ VNĐ tiền mặt, tương đương 50-60% TMĐT GML 2.

2. Trong trung và dài hạn, BSC nhận thấy có sự thay đổi trong chiến lược Ban lãnh đạo:

- BSC cho rằng GMD đang chuyển dần trọng tâm từ các cảng sông tại phía Bắc sang phát triển cảng nước sâu Gemalink tại phía Nam.** Tại Hải Phòng, vị thế dẫn đầu của GMD đang dần chuyển sang cho VSC. Trong năm 2023,

BSC dự báo thị phần của GMD tại Hải Phòng sẽ giảm 3 điểm %, từ mức 17% trong năm 2022, xuống còn 14% trong Q1.2023. Theo đó, GMD sẽ đứng thứ 2 về thị phần tại Hải Phòng. Ngược lại, VSC sẽ vươn lên trở thành cảng có thị phần lớn nhất với mức 24%.

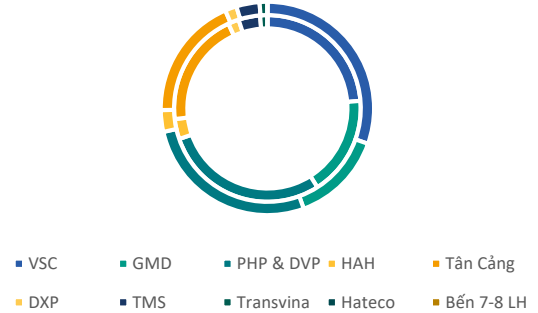
Hình: Công suất cảng của các công ty tại khu vực Hải Phòng



Nguồn: BSC tổng hợp

Hình: Thị phần GMD tại khu vực Hải Phòng

\*Vòng trong 2022, vòng ngoài 2023F

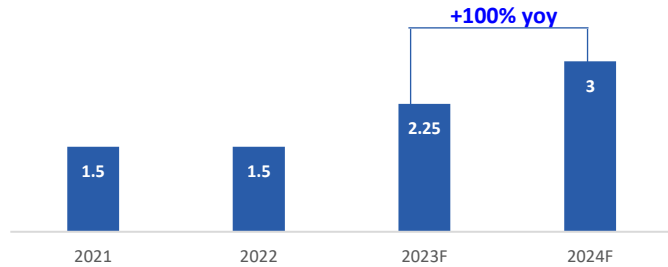


Nguồn: BSC tổng hợp

Tại phía Nam, dự án Gemalink (GML) giai đoạn 2 sẽ giúp GMD trở thành doanh nghiệp có thị phần lớn nhất tại Cái Mép Thị Vải. BSC ước tính GML 2 đi vào hoạt động sẽ nâng công suất của GMD tại đây lên 3 triệu TEUs (+100% yoy), giúp GMD tăng +13 điểm % về thị phần quy mô tại CM-TV.

Hình: Công suất Gemalink tại Cái Mép – Thị Vải

Triệu TEUS



Nguồn: GMD

Hình: Thị phần GML tại CMTV trong năm 2022 và 2025

Thị phần GML = 18%/31%  
trong năm 2022/25



Nguồn: BSC Research tổng hợp

- ii. Ngoài ra, lượng tiền mặt lớn từ bán cảng một phần sẽ tạo điều kiện GMD M&A các công ty trong ngành như vận tải biển, . . . BSC cho rằng M&A tài sản mới sẽ cộng hưởng vào hệ sinh thái vốn có của GMD, đặc biệt là khi GMD đang sở hữu các cảng có vị trí tốt nhất tại 2 đầu Bắc – Nam, và hệ thống logistics trải dài khắp cả nước.

Với quan điểm kể trên, BSC đưa ra dự báo về sản lượng khai thác cảng của GMD trong năm 2023 như sau:

- Sản lượng cảng Công ty Mẹ - 11.3% yoy**, (giảm mạnh so với mức % tăng trưởng năm 2022 = 5.8% yoy), dựa trên giả định:
  - Sản lượng cảng NDV 1, NH -10% yoy do (1) hoạt động xuất nhập khẩu suy yếu (2) dư cung tại Hải Phòng.
  - Sản lượng cảng NHDV -10% yoy và GMD có thể dịch chuyển 85% sang cảng NDV 2 sau khi hoàn thành thoái vốn.
  - Sản lượng cảng Phước Long & Bình Dương giảm -5% yoy. Mức giảm sản lượng của Phước Long & Bình Dương thấp hơn các cảng Hải Phòng.
- Sản lượng GML = 927,347 TEUs giảm -16% yoy**. Theo đó, hiệu suất = 62% - giảm 12% so với năm 2022 và dưới mức hòa vốn (ước tính 65%).

So với Báo cáo trước đó, BSC giảm dự báo sản lượng Công ty mẹ và GML do hoạt động xuất nhập khẩu chậm lại hơn kỳ vọng.

Hình: Dự báo sản lượng cảng năm 2023 của GMD

Năm - Cảng phía bắc	2019	2020	2021	2022	2023F
<b>Sản lượng (TEU)</b>	<b>1,775,000</b>	<b>1,742,575</b>	<b>1,875,762</b>	<b>2,039,916</b>	<b>1,808,615</b>
Nam Hải - Đình Vũ	450,000	544,448	549,142	552,662	-
Nam Đình Vũ 1	350,000	280,000	366,347	380,497	342,447
Nam Đình Vũ 2	-	-	-	-	422,786
Nam Hải	135,000	100,000	130,440	160,747	144,672
Phước Long & Bình Dương	840,000	818,127	829,833	946,010	898,709
<b>Công suất (TEU)</b>	<b>2,012,500</b>	<b>2,150,000</b>	<b>2,200,000</b>	<b>2,293,750</b>	<b>2,106,250</b>
Nam Hải - Đình Vũ	550,000	687,500	687,500	687,500	-
Nam Đình Vũ 1	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000
Nam Đình Vũ 2	-	-	-	-	500,000
Nam Hải	150,000	150,000	200,000	200,000	200,000
Phước Long & Bình Dương	812,500	812,500	812,500	906,250	906,250
<b>Giả định</b>					
<b>Hiệu suất %</b>	<b>88%</b>	<b>81%</b>	<b>85%</b>	<b>89%</b>	<b>86%</b>
Nam Hải - Đình Vũ	82%	79%	80%	80%	-
Nam Đình Vũ 1	70%	56%	73%	76%	68%
Nam Đình Vũ 2	-	-	-	-	85%
Nam Hải	90%	67%	65%	80%	72%
Phước Long & Bình Dương	103%	101%	102%	104%	99%
<b>% YoY - Sản lượng</b>		<b>-2%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>-11%</b>
Nam Hải - Đình Vũ		21%	1%	1%	-
Nam Đình Vũ 1		-20%	31%	4%	-10%
Nam Đình Vũ 2		-	-	-	-
Nam Hải		-26%	30%	23%	-10%
Phước Long & Bình Dương		-3%	1%	14%	-5%

Nguồn: BSC research dự báo

Năm - GML	2019	2020	2021	2022	2023F
Sản lượng (TEU)	-	-	800,000	1,106,000	927,347
Công suất (TEU)	-	-	1,500,000	1,500,000	1,500,000
%YoY Sản lượng	-	-	-	38%	-16%
Hiệu suất %	-	-	53%	74%	62%

Nguồn: BSC Research dự báo

### III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2023, BSC dự báo GMD ghi nhận DTT = 3,632 tỷ đồng (-8% yoy), NPATMI = 1,985 tỷ đồng (+100% yoy), tương đương EPS FWD = 6,587 VNĐ, P/E FWD = 8.2, dựa trên các giả định sau:

KQKD	2020	2021	2022	2023F	% YoY 2023	Giả định chính	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2,606</b>	<b>3,206</b>	<b>3,916</b>	<b>3,632</b>	<b>-7%</b>	<b>1. Hoạt động khai thác cảng – Công ty mẹ.</b> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>Sản lượng hàng hóa -11.3% yoy trong năm 2023</b>, trong đó NDV 1 -10% yoy, NDV 2 được dịch chuyển 85% sản lượng từ NHDV sang và giảm -10% yoy, NH -10% yoy.</li> <li><b>Giá bán dịch vụ +1% yoy trong 2023</b>, do chưa có động lực tăng giá.</li> </ul> <b>2. Hoạt động Logistics</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Doanh thu đi ngang do ký được các hợp đồng vận tải biển giá cao từ năm 2022</li> </ul>	
Khai thác cảng	2,172	2,763	3,104	2,779	-10%		
Logistics & khác	434	444	812	853	5%		
Sản lượng (triệu tấn)	1.7	1.9	2.0	1.8	-11%		
% yoy	-2%	8%	9%	-11%	-230%		
Giá bán (triệu VNĐ)	1.25	1.47	1.52	1.54	1%		
% yoy	-5%	18%	3%	1%	-70%		
Giá vốn hàng bán	(1,656)	(2,064)	(2,271)	(2,105)	-7%		
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>950</b>	<b>1,142</b>	<b>1,645</b>	<b>1,526</b>	<b>-7%</b>		<b>3. Biên lợi nhuận gộp = 42% tương đương với năm 2022</b> với giả định kịch bản giá dầu =90 USD/Bbl (-10% yoy), chi phí khấu hao +40 tỷ VNĐ do bán cảng NHDV và bổ sung cảng NDV 2 đi vào hoạt động.
Thu nhập tài chính	28	40	24	43	81%		
Chi phí tài chính	(159)	(108)	(176)	(151)	-15%		
Trong đó: Chi phí lãi vay	(147)	(119)	(131)	(151)	15%		
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	157	237	405	268	-34%		
Chi phí BH	(137)	(154)	(146)	(135)	-7%		
Chi phí QLDN	(341)	(295)	(396)	(345)	-13%		
Lãi từ HĐKD	496	861	1,357	1,207	-11%		
Thu nhập khác, ròng	16	(55)	(48)	1,228	n/a		
<b>LNTT</b>	<b>513</b>	<b>806</b>	<b>1,308</b>	<b>2,435</b>	<b>86%</b>		
Thuế TNDN	(72)	(86)	(152)	(325)	114%		
<b>LNST</b>	<b>440</b>	<b>721</b>	<b>1,156</b>	<b>2,110</b>	<b>82%</b>	<b>4. Thu nhập khác, ròng</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>BSC ước tính GMD sẽ Ghi nhận lợi nhuận bất thường 1,228 tỷ đồng từ việc bán 85% vốn cảng NHDV.</li> </ul>	
Lợi ích CĐKKS	70	108	162	125	-23%		
LNST Công ty mẹ	371	612	994	1,985	100%		
<b>EPS</b>	<b>1,231</b>	<b>2,031</b>	<b>3,299</b>	<b>6,587</b>	<b>100%</b>		
Biên lợi nhuận gộp	36%	36%	42%	42%	0.0%		
Biên lợi nhuận ròng	17%	22%	30%	58%	28.6%		
<b>Lãi từ CTLK</b>							
SCS	160	181	223	203	-9%		
GML	(33)	(37)	79	(13)	-116%		
CTLK khác	29	93	103	78	-24%		

Rủi ro:

- Sản lượng suy giảm mạnh hơn so với dự báo do suy thoái và cạnh tranh cao tại Khu vực Hải Phòng
- Lợi nhuận One – off thấp hơn so với ước tính của BSC.

#### IV. ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu GMD với giá trị hợp lý năm 2023 là 57,000VNĐ/CP (Upside 8% so với giá đóng cửa ngày 19/4/2023), dựa trên phương pháp P/E mục tiêu = 17x. Mức định giá P/E mục tiêu được dựa trên P/E trung bình năm 2019 = 17.1x. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** do đà tăng tương sản lượng sẽ suy giảm trong năm 2023. So với [Báo cáo trước đó](#), BSC nâng giá mục tiêu từ 53,500 VNĐ/CP lên mức 57,000 VNĐ/CP chủ yếu đến từ việc BSC đưa vào lợi nhuận bất thường từ bán cảng Nam Hải Đình Vũ vào định giá.

Hình: Định giá GMD

Phương pháp P/E	Giá trị
LNTT của GMD (sau khi loại bỏ One – off)	1,207 (tỷ đồng)
LNST cốt lõi của GMD	1,066 (tỷ đồng)
EPS cốt lõi của GMD	3,124 VNĐ
P/E mục tiêu = 17x	17
Giá trị của GMD cốt lõi	53,740 VNĐ
Lợi nhuận đột biến	3,262 VNĐ
Giá trị hợp lý GMD	57,000

Nguồn: BSC Research dự báo

Hình: Diễn biến P/E – Đã loại bỏ thu nhập tài chính và thu nhập bất thường khác



Nguồn: BSC Research tổng hợp



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	2,606	3,206	3,916	3,632
Giá vốn hàng bán	(1,656)	(2,064)	(2,271)	(2,105)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>950</b>	<b>1,142</b>	<b>1,645</b>	<b>1,526</b>
Thu nhập tài chính	28	40	24	43
Chi phí tài chính	(159)	(108)	(176)	(151)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(147)	(119)	(131)	(151)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	157	237	405	268
Chi phí BH	(137)	(154)	(146)	(135)
Chi phí QLDN	(341)	(295)	(396)	(345)
Lãi từ HĐKD	496	861	1,357	1,207
Thu nhập khác, ròng	16	(55)	(48)	1,228
LNTT	513	806	1,308	2,435
Thuế TNDN	(72)	(86)	(152)	(325)
<b>LNST</b>	<b>440</b>	<b>721</b>	<b>1,156</b>	<b>2,110</b>
Lợi ích CĐKKS	70	108	162	125
LNST Công ty mẹ	371	612	994	1,985
<b>EPS</b>	<b>1,231</b>	<b>2,031</b>	<b>3,299</b>	<b>6,587</b>

CĐKT (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F
Tiền và tương đương tiền	428	637	1,364	1,551
Đầu tư ngắn hạn	23	52	82	86
Phải thu ngắn hạn	748	842	976	905
Hàng tồn kho	73	69	82	84
TS ngắn hạn khác	-	-	-	-
<b>TS ngắn hạn</b>	<b>1,356</b>	<b>1,689</b>	<b>2,724</b>	<b>2,830</b>
Phải thu dài hạn	56	44	45	42
TSCĐ nguyên giá	5,513	5,825	6,304	7,104
Khấu hao	(2,370)	(2,679)	(3,042)	(2,678)
TSĐT nguyên giá	-	-	-	-
Khấu hao	-	-	-	-
TS dở dang dài hạn	1,757	1,747	2,839	839
ĐT dài hạn	2,531	2,830	3,070	4,894
TS dài hạn khác	991	1,275	1,250	1,159
<b>TS dài hạn</b>	<b>8,478</b>	<b>9,042</b>	<b>10,466</b>	<b>11,360</b>
<b>Tổng TS</b>	<b>9,835</b>	<b>10,731</b>	<b>13,190</b>	<b>14,190</b>
Nợ phải trả	982	1,402	2,831	2,729
Vay ngắn hạn	763	860	543	506
<b>Tổng Nợ ngắn hạn</b>	<b>1,745</b>	<b>2,263</b>	<b>3,374</b>	<b>3,234</b>
Vay dài hạn	1,138	1,061	1,486	1,296
Nợ dài hạn khác	357	363	387	387
<b>Tổng Nợ dài hạn</b>	<b>1,494</b>	<b>1,424</b>	<b>1,873</b>	<b>1,683</b>
<b>Tổng Nợ phải trả</b>	<b>3,240</b>	<b>3,687</b>	<b>5,247</b>	<b>4,917</b>
Vốn góp	3,014	3,014	3,014	3,014
Thặng dư vốn	1,942	1,942	1,942	1,942
Vốn chủ khác	511	702	744	744
Lãi chưa phân phối	435	661	1,228	2,432
Lợi ích CĐTS	693	726	1,016	1,141
<b>Tổng VCSH</b>	<b>6,595</b>	<b>7,045</b>	<b>7,944</b>	<b>9,399</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>9,835</b>	<b>10,731</b>	<b>13,190</b>	<b>14,316</b>

LCTT (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F
(LỖ)/LNTT	513	806	1,308	2,435
Khấu hao và phân bổ	408	380	376	(364)
Thay đổi vốn lưu động	136	(2)	1,138	77
Điều chỉnh khác	(401)	(219)	(489)	(593)
<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>655</b>	<b>965</b>	<b>2,333</b>	<b>1,555</b>
Tiền chi mua TSCĐ	(194)	(544)	(1,391)	1,200
Đầu tư khác	267	188	121	(1,559)
<b>LCTT từ HĐĐT</b>	<b>73</b>	<b>(356)</b>	<b>(1,269)</b>	<b>(359)</b>
Tiền chi trả cổ tức	(353)	(426)	(428)	(781)
Tiền từ vay ròng	(177)	29	91	(228)
Tiền thu khác	45	-	-	-
<b>LCTT từ HĐTC</b>	<b>(486)</b>	<b>(398)</b>	<b>(338)</b>	<b>(1,009)</b>
<b>Dòng tiền đầu kỳ</b>	<b>186</b>	<b>428</b>	<b>637</b>	<b>1,364</b>
Tiền trong kì	242	211	726	187
<b>Dòng tiền cuối kỳ</b>	<b>428</b>	<b>637</b>	<b>1,364</b>	<b>1,551</b>

Chỉ số	2020	2021	2022F	2023F
<b>Khả năng thanh toán</b>				
H số TT ngắn hạn	0.8	0.7	0.8	0.9
H số TT nhanh	0.7	0.7	0.7	0.8
<b>Cơ cấu vốn</b>				
H số Nợ/TTS	33%	34%	40%	35%
H số Nợ/VCSH	49%	52%	66%	53%
<b>Năng lực hoạt động</b>				
Số ngày HTK	16	12	13	15
Số ngày phải thu ngắn hạn	105	96	91	91
<b>Tỉ suất lợi nhuận</b>				
Lợi nhuận gộp	36%	36%	42%	42%
Lợi nhuận LNST	17%	22%	30%	58%
ROE	6%	9%	13%	21%
ROA	4%	6%	8%	14%
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng DTT	-1%	23%	22%	-7%
Tăng trưởng EBIT	-22%	40%	55%	80%
Tăng trưởng LNTT	-27%	57%	62%	86%
Tăng trưởng EPS	-29%	65%	62%	100%
SLCP lưu hành (triệu)	297	301	301	301
BVPS	21,883	23,375	26,358	30,768

## 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 đồng 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 10&11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84439352722  
Fax: +84422200669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

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

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

