

KHUYẾN NGHỊ	THEO DÕI	CTCP GEMADEPT (HSX: GMD) NÂNG CAO VỊ THẾ TĂNG TRƯỞNG DÀI HẠN		
Giá hiện tại:	<b>70,000</b>	Ngày viết báo cáo:	29/11/2023	<b>CƠ CẤU CỔ ĐÔNG</b>
Giá mục tiêu trước đây	-	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	301	VietFund Management Ltd 7.91%
Giá mục tiêu mới:	<b>76,400</b>	Vốn hóa (tỷ đồng)	17,058	KIM Co., Ltd 5.24%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân 10 phiên:	773,776	KIM VN Growth EQ Fund 3.48%
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>9%</b>	Sở hữu nước ngoài	48.81%	

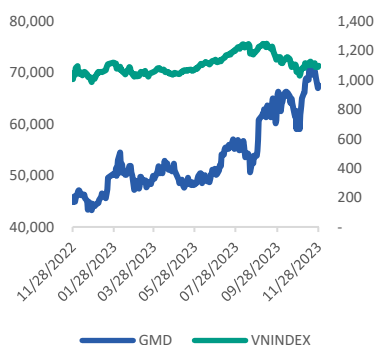
**Bộ phận Research:**

Tô Đình Hiền Viên  
(Cảng biển, Tiêu dùng)  
[vientdh@bsc.com.vn](mailto:vientdh@bsc.com.vn)

**QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu GMD với giá mục tiêu năm 2024 = 76,400 VNĐ/CP (Upside +9% so với giá đóng cửa ngày 29/11/2023), dựa trên phương pháp EV/EBITDA mục tiêu 9.9x, tương đương mức giao dịch bình quân giai đoạn 2019 -2020. Việc lựa chọn giai đoạn do có nét tương đồng trong hoạt động ổn định của cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 1 và loại bỏ các sự kiện bất thường tác động lên ngành.

**Bảng so sánh giá CP và VN- Index**

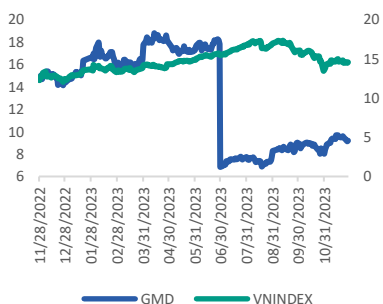


**DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

Trong năm 2023, BSC dự báo GMD ghi nhận DTT = 3,902 tỷ đồng (+0.1%YoY), NPATMI = 2,430 tỷ đồng (+144%YoY), tương đương với EPS FWD = 8,073 VNĐ, P/E FWD = 8.6x lần, EV/EBITDA = 9.8 lần. Nếu loại trừ thu nhập bất thường, NPATMI = 955 tỷ đồng (-4%YoY), tương đương EPS FWD = 3,172 VNĐ, P/E FWD = 21.2x lần.

Năm 2024, BSC dự báo GMD ghi nhận DTT 2024 = 4,029 tỷ đồng (+3.3%YoY), NPATMI 2024 = 1,160 tỷ đồng (-52%YoY), tương đương EPS FWD 2024 = 3,853 VNĐ, P/E FWD 2024 = 17.5x, EV/EBITDA = 9.9 lần. Nếu loại trừ khi khoản lợi nhuận bất thường năm 2023, NPATMI 2024 tăng +21%YoY.

**Bảng so sánh P/E và VN index**



**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

- GMD là doanh nghiệp cảng biển tư nhân niêm yết duy nhất trong ngành tăng trưởng được công suất lớn trong giai đoạn 2025-2026. Tổng công suất thiết kế ước tính đến cuối năm 2026 đạt hơn 5.3 triệu TEU/năm (+41% so với giai đoạn 2023) nhờ (i) Gemalink GD 2 (tăng +900 ngàn TEU) và (ii) Nam Đình Vũ GD3 (tăng +800 ngàn TEU).
- Gemalink hưởng lợi nhiều nhất từ dự thảo nâng giá bốc dỡ trong năm 2024 với mức nâng tối đa +10%YoY. Theo đó, dự thảo nâng giá góp phần cho LNST 2024 của GMD tăng thêm từ +2%YoY đến +5%YoY.

**RỦI RO**

- Rủi ro về tiến độ xin giấy phép mở rộng quy mô cảng Gemalink GD2.
- Rủi ro về chậm tiến độ xây dựng tuyến đường 991B.
- Cạnh tranh về giá gay gắt ở khu vực phía Bắc.
- Mảng cao su (chiếm 13% tổng tài sản tại 30/09/2023) vẫn chưa tìm được đối tác thích hợp để thoái vốn.

Chỉ số	2021	2022	2023F	2024F
PE (x)	24.62x	16.31x	8.36x	17.52x
PB (x)	2.14x	2.04x	2.10x	1.93x
PS (x)	8%	6%	7%	6%
ROE (%)	6%	8%	16%	7%
ROA (%)	4%	6%	8%	16%

Chỉ tiêu	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	3,206	3,898	3,902	4,029
Lợi nhuận gộp	1,142	1,718	1,850	1,902
NPAT	721	1,161	2,761	1,289
EPS	2,031	3,298	8,073	3,853
Tăng trưởng EPS	65%	62%	145%	-52%

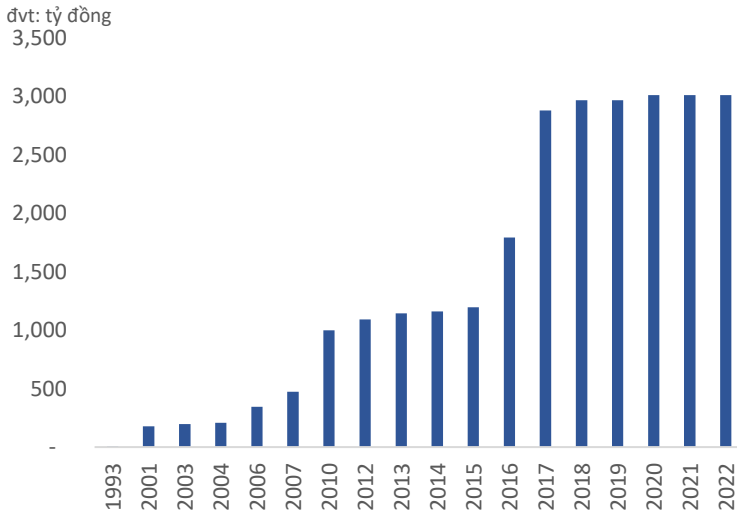
Nguồn: BSC Research

Nguồn: BSC Research

## I. THÔNG TIN TỔNG QUAN

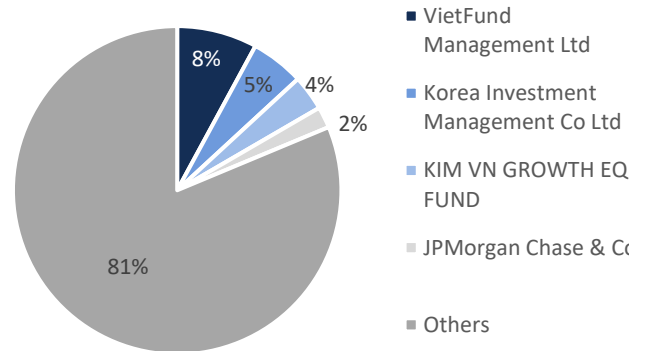
- **Lịch sử doanh nghiệp:** Công ty Cổ phần Gemadept trực thuộc Liên hiệp Hàng hải Việt Nam được thành lập vào năm 1990. Năm 1993, Công ty bắt đầu thực hiện cổ phần hóa và niêm yết trên sàn HNX vào năm 2002. Từ 2015, “CTCP Đại lý Liên hiệp Vận chuyển” đổi tên thành “CTCP Gemadept”. GMD có hơn 30 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực khai thác cảng, logistics, quản lý đội tàu, vận tải hàng hóa và các dịch vụ logistics phụ trợ khác. GMD là công ty niêm yết duy nhất sở hữu chuỗi 8 cảng dọc chiều dài Bắc – Trung – Nam và siêu Cảng nước sâu Gemalink, nằm trong số 19 thương cảng trên thế giới có thể đón nhận siêu tàu Megaship lớn nhất thế giới.

Hình 1: Quá trình tăng vốn điều lệ



Nguồn: Báo cáo thường niên

Hình 2: Cơ cấu cổ đông cập nhật tới T11/2023



Nguồn: Bloomberg

- **Cơ cấu cổ đông:** Tính tới 19/11/2023, Phần lớn cổ phần được sở hữu bởi cổ đông tổ chức (chiếm 38.63%). Ban lãnh đạo và bên liên quan chỉ có 2.39% tỷ lệ sở hữu cổ phần. Phần còn lại là cổ đông cá nhân nhỏ lẻ khác.

- Hoạt động kinh doanh cốt lõi của GMD là hoạt động khai thác cảng thông qua quản lý 21 công ty con và 16 công ty liên kết. Từ 2019 - nay, các công ty liên kết hằng năm đóng góp trung bình khoảng 35% trong tổng lợi nhuận sau thuế hằng năm của GMD.

## II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH.

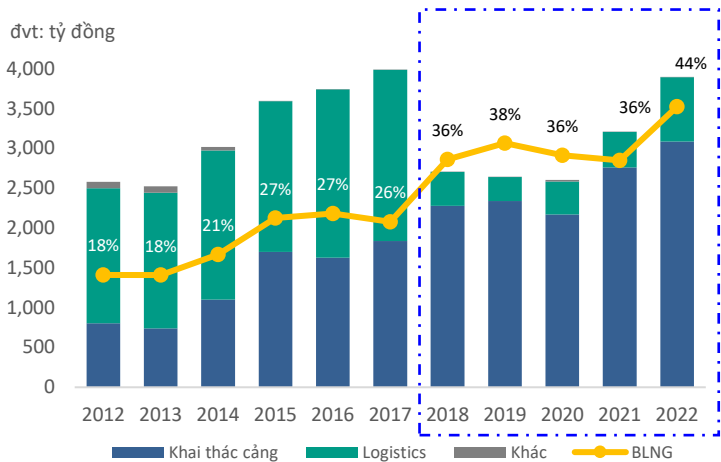
**1. Sau 5 năm tái cấu trúc, quy mô doanh thu năm 2022 đã tiệm cận mức đỉnh lịch sử năm 2017, trong khi đó biên lợi nhuận được cải thiện gần gấp đôi.**

- Từ 2017 trở về trước: Doanh thu mảng logistics chiếm khoảng 60% trong tổng doanh thu với biên lợi nhuận hằng năm trung bình khoảng 23%.

- Từ 2018 trở về sau: GMD tập trung vào mảng khai thác cảng và thực hiện chuyển nhượng cổ phần tại 3 công ty con mảng Logistics (CTCP GMD Shipping Holding, GMD Logistics Holdings, Tiếp vận và Cảng quốc tế Hoa Sen – Gemadept). Sau khi tái cấu trúc vào 2018, biên lợi nhuận tăng từ 26% lên 36%, trong khi tổng doanh thu giảm -32%YoY. Do đó, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận cải thiện mạnh chủ yếu nhờ vào tiết giảm các chi phí hoạt động logistics không hiệu quả trước đó, chứ không đến từ tăng đột biến sản lượng hàng hóa thông qua cảng.

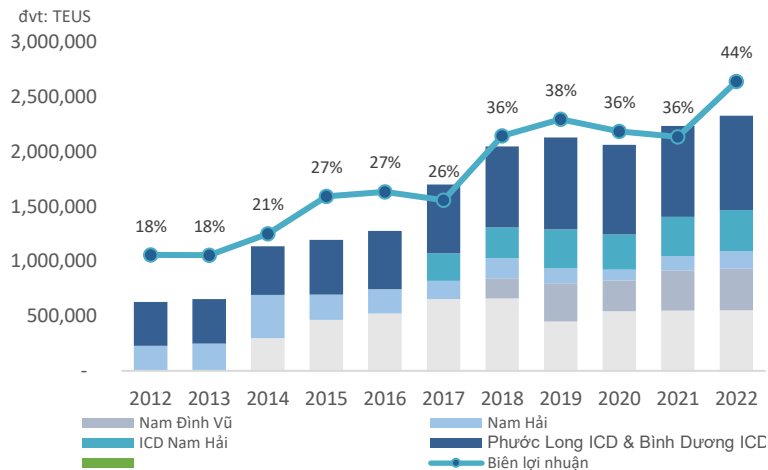
Chúng tôi đánh giá biên lợi nhuận của GMD trong các năm tiếp theo sẽ được duy trì trên mức nền cao nhờ vào hiệu quả bền vững từ tái cấu trúc.

Hình 3: Biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh sau quá trình tái cấu trúc



Nguồn: BCTC GMD

Hình 4: Nhóm cảng miền Nam và miền Bắc vẫn là động lực tăng trưởng chính của GMD.



Nguồn: BCTN GMD

- Hoạt động cao su và bất động sản: Được đánh giá là hoạt động kém hiệu quả, đang tìm đối tác phù hợp để thoái vốn. Tính tới năm 2023, GMD vẫn chưa tìm được đối tác phù hợp, liên quan chủ yếu về mặt giá cả. Đối với hoạt động cao su, GMD chỉ duy trì hoạt động chăm sóc tối thiểu để đảm bảo cây sinh trưởng tốt. Đối với hoạt động bất động sản, GMD đã được cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất và đang trong quá trình hoàn tất thủ tục pháp lý để triển khai xây dựng khu phức hợp SaiGon Gem và dự án xây dựng khách sạn 5 sao tại đại lộ Lane Xang - thủ đô Lào đang trong giai đoạn thi công cọc và tầng hầm.

## 2. GMD gia tăng năng lực cạnh tranh nhờ sở hữu các cảng biển có vị trí thuận lợi và khả năng khai thác chuỗi logistics khép kín.

- GMD hiện đang là doanh nghiệp niêm yết duy nhất sở hữu mạng lưới cảng biển hiện đại ở những vị trí thuận lợi, trải dài từ Bắc - Nam.

+ Tại khu vực phía Bắc, dự kiến sau khi hoàn thành cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 trong năm 2025, GMD sẽ là doanh nghiệp sở hữu cảng sông lớn nhất tại khu vực này, gia tăng khả năng tiếp nhận các chuyến nội Á trong khu vực.

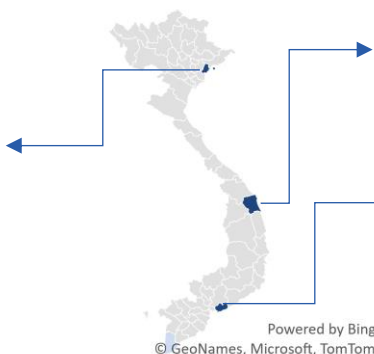
+ Tại phía Nam, Gemalink hiện đang là cảng nước sâu hàng đầu của cả nước với khả năng tiếp nhận các thể hệ tàu container lớn nhất thế giới hiện nay, đáp ứng được các yêu cầu khắt khe của các hãng tàu quốc tế.

- Không giống như các doanh nghiệp cùng ngành, GMD hiện đang hoạt động trong chuỗi giá trị ngành cảng thông qua sở hữu các cảng ICD, cảng hàng không, các đội tàu xe, cùng với các trung tâm phân phối có mặt trên cả nước. Mặc dù tỷ trọng doanh thu logistics hiện nay chỉ có đóng góp nhỏ nhưng được xem là đầu mối trung tâm khách hàng, hỗ trợ nguồn khách hàng cho hoạt động khai thác cảng.

Hình 5: Sở hữu vị trí thuận lợi cùng với mạng lưới cảng biển trải dài từ Bắc - Nam của GMD góp phần nâng cao vị thế cạnh tranh so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Sau khi thoái vốn khỏi Nam Hải Đình Vũ trong cuối Q2/2023, GMD hiện chỉ còn sở hữu Nam Đình Vũ, Nam Hải và ICD Nam Hải ở khu vực phía Bắc.

GMD lên kế hoạch tập trung vào cảng sông Nam Đình Vũ nhằm nâng cao khả năng phục vụ những chuyến tàu trong nước và nội Á. Dự kiến sau hoàn thành GĐ3, **cảng Nam Đình Vũ được sẽ trở thành cảng sông có quy mô lớn nhất khu vực miền Bắc.**



Cảng Dung Quất là cảng hàng rời duy nhất trong hệ thống cảng của GMD.

Tại phía Nam, GMD đang có 2 cảng container: Gemalink và Bình Dương và 1 cảng ICD Phước Long.

Nhờ vào cam kết từ đối tác liên doanh CMA - CGM, **Gemalink có lợi thế bởi nguồn hàng ổn định** so với các cảng khác trong khu vực.

Nguồn: GMD

### III. TỔNG QUAN NGÀNH.

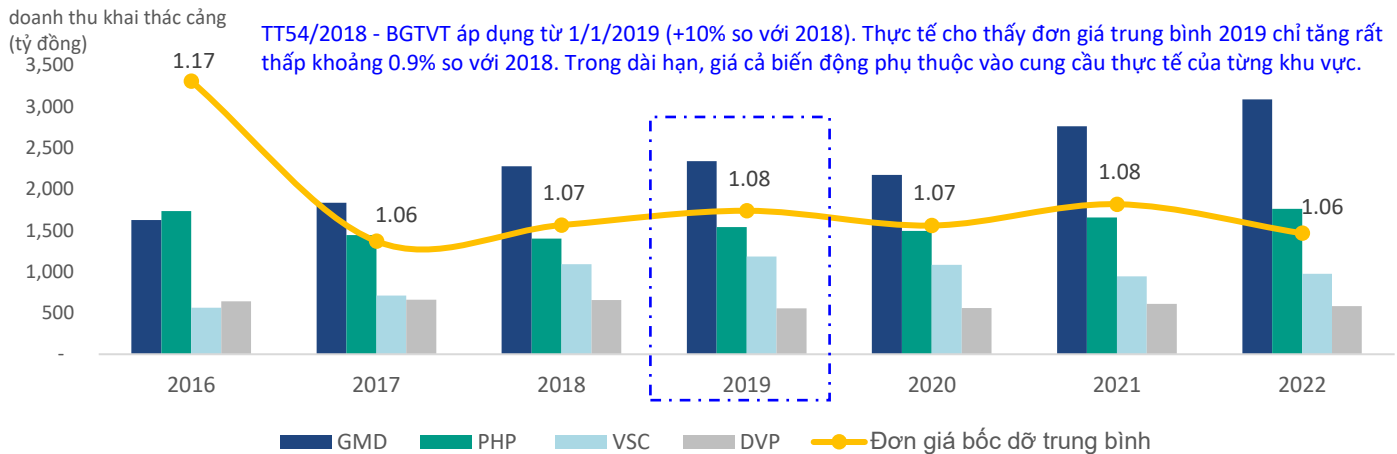
#### 1. Các doanh nghiệp cảng biển vẫn luôn cạnh tranh về giá. Trong ngắn hạn, có thể được hưởng lợi nhờ vào điều chỉnh giá dịch vụ cảng biển.

- Theo dự thảo thông tư 54/2018 quy định về giá trần dự kiến và giá sàn dự kiến tăng (tối đa tăng +10 % so với trước đây). Do yếu tố cạnh tranh gay gắt về giá, nên phần lớn các doanh nghiệp cảng biển vẫn duy trì mức giá tối thiểu theo quy định, nhằm thu hút nguồn hàng vào cảng.

Dựa trên số liệu trước đây, có thể thấy việc tăng giá theo thông tư mới không tác động quá nhiều đến tăng đơn giá trong thực tế. Qua trao đổi với doanh nghiệp, những cảng có công suất hoạt động thực tế cao hơn, sẽ có khả năng thương lượng tốt hơn với các hãng tàu trong việc tăng giá. Trong khi đó, những cảng có công suất hoạt động thấp, có thể sẽ nâng giá theo quy định nhưng sẽ bù đắp thông qua việc cắt giảm ở một số giá dịch vụ khác\* nhằm giữ chân khách hàng.

(\*giá dịch vụ khác – đây là giá dịch vụ phía bên trong cảng, được quyết định bởi từng doanh nghiệp. Giá được đề cập theo dự thảo mới là giá dịch vụ giữa tàu - cầu cảng, tàu - bãi cảng và ngược lại – đây là giá tuân theo quy định của nhà nước).

Hình 6: Tăng đơn giá bốc dỡ mới năm 2019 không tác động nhiều đến đơn giá của 1 số doanh nghiệp trong ngắn hạn.



Nguồn: BSC Research ước tính

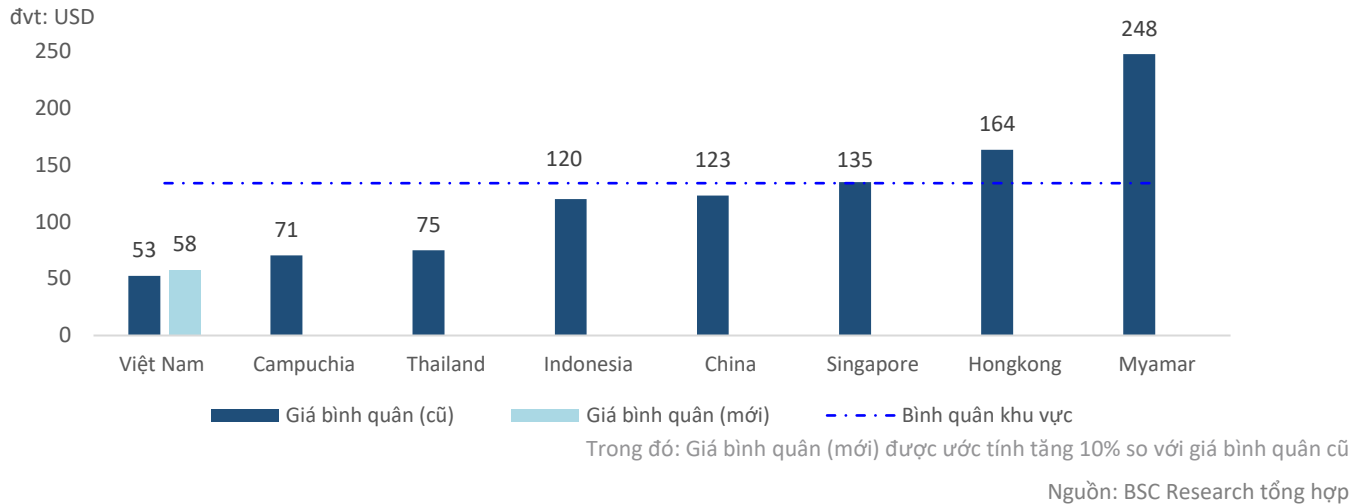
Theo đó, chúng tôi đánh giá một số doanh nghiệp khai thác cảng sẽ được hưởng lợi nhờ chính sách nâng giá bốc dỡ: GMD, VSC, DVP, PHP...

#### 2. Dư địa tăng giá vẫn còn bởi giá bốc dỡ của các cảng dự kiến sau khi tăng vẫn còn thấp so với các khu vực lân cận.

- Hiện nay giá bốc dỡ trung bình của Việt Nam (giá định đã tăng giá theo dự thảo mới) ước tính cũng chỉ bằng 43% so với giá bình quân khu vực mặc dù năng lực tiếp nhận tàu và bốc dỡ tốt hơn một số cảng tại các nước như Campuchia. Cụ thể, cảng sông Phnom Penh chỉ với năng lực tiếp nhận tàu khoảng 200 TEU có mức giá trung bình 85 USD/container 20 feet - cao hơn 1.5 lần so với giá tại cụm cảng Cái Mép – Thị Vải, nơi có thể tiếp nhận cỡ tàu gấp 100 lần, tương đương với 18.000 – 20.000 TEUs.

- Chúng tôi nhận thấy việc tăng giá dịch vụ sẽ gia tăng chi phí đối với các hãng tàu, tuy nhiên, sẽ gần như không thay đổi nhu cầu làm hàng của các hãng tàu nước ngoài tại Việt Nam bởi (i) giá tại các khu vực khác vẫn cao hơn so với giá bốc dỡ của Việt Nam (ii) Việt Nam vẫn là nơi cung cấp hàng hóa cho các nhà sản xuất, bán lẻ - tiêu dùng tại các thị trường lớn: Trung Quốc, Hàn Quốc, Mỹ, EU... Do đó, chúng tôi đánh giá Việt Nam vẫn còn dư địa tăng giá bốc dỡ trong nhiều năm tiếp theo để gia tăng nguồn thu.

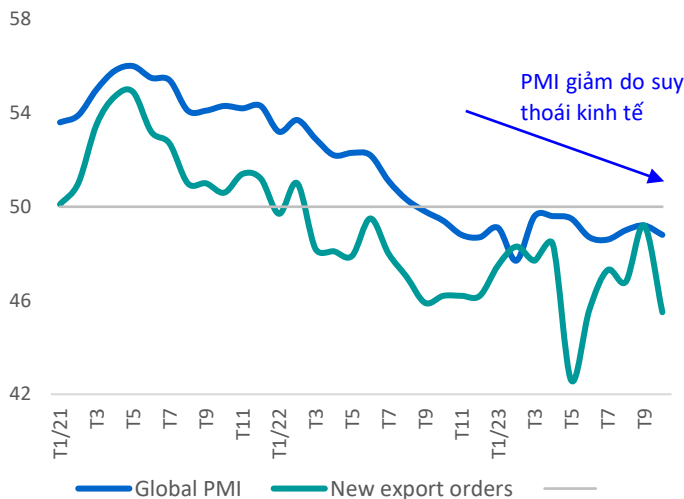
Hình 7: Giá bốc dỡ bình quân của các nước khu vực Châu Á



### 3. Sản lượng đã tạo đáy trong 1H2023 và có xu hướng bắt đầu tăng nhẹ trở lại từ Q3/2023 nhờ vào yếu tố mùa vụ

- Sản lượng hàng hóa cả nước trong Q3/2023 ước tính đạt 6,9 triệu TEUS, tương đương tăng +13.8%QoQ. Ở khu vực phía Bắc, sản lượng tăng +13%QoQ chủ yếu nhờ tăng xuất nhập khẩu từ các nước khu vực Châu Á như: Hàn Quốc (tăng xuất khẩu linh kiện điện tử), Trung Quốc (tăng nhập khẩu linh kiện điện tử, vải). Tại khu vực phía Nam, sản lượng tăng +12%QoQ chủ yếu nhờ vào nhu cầu nhập hàng cho các dịp lễ cuối năm tại Mỹ và EU.

Hình 8: Chỉ số PMI sản xuất toàn cầu, đơn hàng xuất khẩu mới từ 01/2022 – 09/2023.



Nguồn: Tradingeconomics

Hình 9: Tình hình xuất nhập khẩu của Việt Nam từ 01/2022 – 09/2023.



Nguồn: GSO

- Sản lượng nhóm ngành cảng biển đã tạo đáy trong 1H2023 và bắt đầu hồi phục vào Q3/2023 dựa trên mức nền thấp trước đó. Theo đó, dự kiến sản lượng khai thác cảng trong Q4/2023 vẫn tiếp tục duy trì đà phục hồi nhưng sẽ tương đối chậm, chủ yếu nhờ vào:

(1) Những đơn đặt hàng xuất khẩu được ký bởi các hợp đồng trước đó.

(2) Mức độ gia tăng hàng tồn kho tại Hoa Kỳ và Châu Âu có xu hướng tăng chậm bởi các nhà bán lẻ tại các thị trường này sẽ cần nhập thêm nguồn hàng để phục vụ nhu cầu tiêu dùng cho các dịp lễ cuối năm, tuy nhiên dự kiến sẽ chỉ nhập ở mức vừa phải với mục đích thăm dò nhu cầu thị trường.

3. Trong ngắn hạn, chính sách thuế tối thiểu toàn 15% chưa gây tác động dịch chuyển sản xuất đối với các doanh nghiệp FDI.

- Khu vực FDI chiếm hơn 76% tổng giá trị xuất khẩu hàng hóa của Việt Nam (điện thoại, linh kiện điện tử, máy móc thiết bị phụ tùng, dệt may, giày dép, sắt thép các loại....). Khi chính sách thuế này được áp dụng, chính sách Việt Nam thu hút FDI bằng ưu đãi thuế sẽ trở nên kém hiệu quả hơn so với trước đó. Trong ngắn hạn, chúng tôi đánh giá chính sách thuế tối thiểu toàn cầu sẽ không tác động đến dịch chuyển sản xuất của nhóm doanh nghiệp FDI. Trong trung và dài hạn, chúng tôi cho rằng Việt Nam vẫn là điểm thu hút nguồn vốn FDI bởi ngoài chính sách ưu đãi thuế, Việt Nam còn có (i) vị trí địa lý thuận lợi cho các hoạt động giao thương với nước ngoài (ii) tình hình chính trị ổn định, (iii) nhân công rẻ. Hiện nay, vẫn chưa có kế hoạch cụ thể về lộ trình áp dụng bổ sung luật này vào Luật thuế Thu nhập doanh nghiệp, nhưng dự kiến có thể áp dụng trong 2024.

#### 4. Hưởng lợi từ đầu tư cơ sở hạ tầng kết nối với các cảng biển.

- Gia tăng kết nối cơ sở hạ tầng tạo điều kiện thuận lợi cho phát triển các khu công nghiệp, thông qua việc rút ngắn quãng đường vận chuyển hàng hóa đến các khu vực cảng biển nhằm thực hiện các hoạt động xuất – nhập khẩu. Nhờ đó, các doanh nghiệp cảng biển sẽ gia tăng sản lượng, doanh nghiệp sản xuất giảm thiểu chi phí logistics.

- **Đối với cụm cảng khu vực phía Bắc:** Căn cứ theo quy hoạch mạng lưới đường sắt Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt, dự kiến tuyến đường sắt kết nối khu vực cảng Lạch Huyện với tổng mức đầu tư khoảng 10-11 tỷ USD sẽ được đầu tư và khởi công trước năm 2030 để vận chuyển hành khách và hàng hóa.

- **Đối với cụm cảng khu vực phía Nam:** Một số tuyến đường đang thi công kéo dài từ 2023 - 2027 giúp kết nối vận chuyển hàng hóa từ cụm Cảng Cái Mép - Thị Vải về Đồng Nai và các tỉnh lân cận. Bên cạnh đó, tuyến đường sắt kết nối Biên Hòa - Vũng Tàu với tổng mức đầu tư khoảng 6.2 tỷ USD đang triển khai lập báo cáo tiền khả thi dự án. Qua đó, các doanh nghiệp cảng biển khu vực này sẽ hưởng lợi nhờ vào gia tăng sản lượng hàng hóa thông qua cảng.

Hình 10: Sơ đồ các tuyến đường giao thông liên vùng kết nối với cụm Cái Mép - Thị Vải



Nguồn: BSC tổng hợp

Bảng 1: Tiến độ xây dựng các tuyến đường kết nối khu vực cảng Cái Mép – Thị Vải

Tên dự án	Thời gian khởi công	Thời gian đưa vào khai thác	Tiến độ xây dựng
Quốc lộ 56	12/2012	12/2021	Hoàn thành
Đường Phước Hòa - Cái Mép	2016	11/2021	Hoàn thành
Đường liên cảng Cái Mép	2009	2020	Hoàn thành
Đường Biên Hòa - Vũng Tàu	6/2023	2026	N/A
Đường Long Sơn - Cái Mép	11/2021	12/2025	20%
Đường 991B	5/2018	5/2024	66%
Đường Mỹ Xuân - Thị Vải	6/2020	6/2023	74%
Cầu Phước An	6/2023	2027	N/A

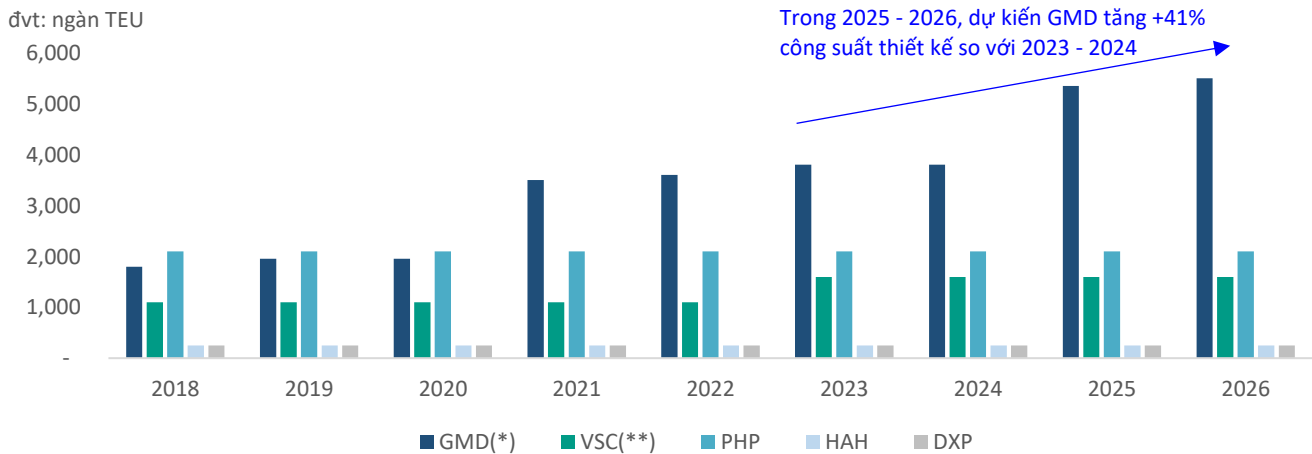
Nguồn: BSC tổng hợp

#### IV. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ.

1. GMD là doanh nghiệp cảng biển tư nhân niêm yết duy nhất trong ngành tăng trưởng được công suất lớn trong giai đoạn 2025 - 2026. Tổng công suất thiết kế ước tính đến cuối năm 2026 đạt hơn 5.3 triệu TEU/năm (+41% so với giai đoạn 2023) nhờ (i) Gemalink và (ii) Nam Đình Vũ:

- Cảng biển là ngành đặc thù, có rào cản gia nhập ngành cao bởi: (1) Không có quá nhiều quỹ đất phù hợp để xây dựng hạ tầng khai thác cảng, (2) Các doanh nghiệp mới gia nhập sẽ khó khăn trong xây dựng mối quan hệ với các hãng tàu để nhận các tuyến dịch vụ làm hàng, (3) Chi phí đầu tư lớn do cần trang thiết bị hiện đại để đẩy nhanh tốc độ làm hàng, nâng cao năng lực giải phóng tàu. Do đó, trong nhiều năm qua, gần như không có doanh nghiệp mới gia nhập vào lĩnh vực này và GMD là doanh nghiệp cảng biển tư nhân niêm yết duy nhất có thể tăng trưởng công suất cao nhờ vào sở hữu những lợi thế cạnh tranh hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Hình 11: Tốc độ mở rộng công suất khai thác cảng container của GMD dự kiến trong giai đoạn 2025 – 2026 vượt trội hơn so với một số doanh nghiệp cảng biển niêm yết khác trên thị trường.



(\*) Đã bao gồm nâng công suất thiết kế của Gemalink (Lưu ý: Gemalink chỉ là công ty liên doanh liên kết).

(\*\*) Đã bao gồm công suất thiết kế của công ty liên doanh liên kết.

Nguồn: BSC Research tổng hợp

(i) Gemalink GĐ2 – phía Nam (tăng +900 ngàn TEU): Với công suất thiết kế từ 1.5 triệu TEUs (GĐ1) nâng lên 2.4 triệu TEUs (2 giai đoạn), ước tính sẽ chiếm 26% thị phần tại khu vực Cái Mép – Thị Vải trong 2026. Theo đó, đóng góp vào LNST -2% vào năm 2026 bởi giả định chưa đạt đến điểm hòa vốn do nâng công suất và chịu chi phí lãi vay cao của 2 giai đoạn.

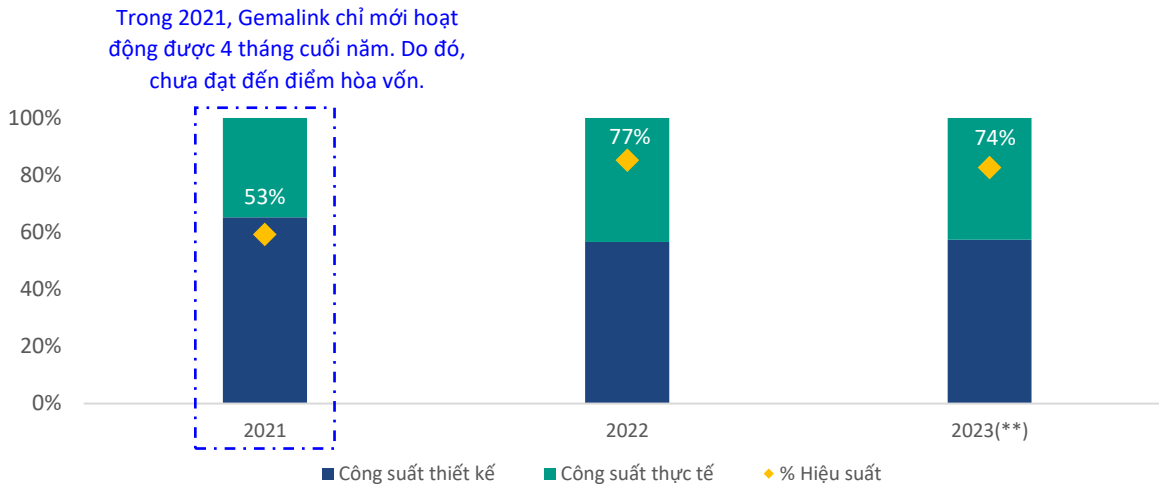
- Theo kế hoạch, cảng Gemalink GĐ2 sẽ được chia làm 2 giai đoạn, cụ thể: Giai đoạn 2A: Sẽ đi vào hoạt động năm 2025 và giai đoạn 2B: Sẽ đi vào hoạt động năm 2026. với công suất thiết kế lên từ 1.5 triệu TEUs (GĐ1) lên 2.4 triệu TEUs (cả 2GĐ).

Hình 12: Thời gian đi vào hoạt động cảng Gemalink giai đoạn 2A và 2B trong 2025 -2026 (theo GMD dự kiến nâng tối đa được 1.5 triệu TEU cho GĐ2, nhưng hiện tại vẫn đang vướng về pháp lý mở rộng quy mô).



- Sở hữu vị trí thuận lợi và nguồn hàng ổn định nhờ cam kết của CMA – CGM, Gemalink được xem là động chính tăng trưởng cho cụm cảng phía Nam của GMD.

Hình 13: Gemalink hoạt động trên điểm hòa vốn chỉ sau hơn một năm chính thức đi vào hoạt động.



(\*\*) Số liệu Gemalink 2023 do BSC Research ước tính

Nguồn: VPA. BSC Research ước tính

- Chi tiết mức độ đóng góp lợi nhuận ước tính của Gemalink trong tổng lợi nhuận của GMD qua các năm như sau:

Chỉ tiêu	Đvt	2021	2022	1H2023	2H2023F	2023F	2024F	2025F	2026F
Sản lượng thực hiện (ước tính)	TEUs	800,000	1,106,000	409,000	520,700	929,700	1,115,640	1,227,204	1,349,924
Công suất thiết kế	TEUs	1,500,000	1,500,000	750,000	750,000	1,500,000	1,500,000	2,250,000	2,400,000 <sup>[2]</sup>
Công suất thực hiện	%	53%	74%	55%	69%	62%	74%	55%	56%
Gemalink đóng góp LNST vào GMD	tỷ đồng	(38)	88	(49)	(7)	(38)	21	(73) <sup>[1]</sup>	(23) <sup>[1]</sup>
Mức độ đóng góp trong LNST GMD	tỷ đồng	-5%	7%	-2%	4%	-1%	2%	-6%	-2%

[1] Giả định trong 2025F và 2026F, Gemalink tiếp tục lỗ bởi hoạt động dưới điểm hòa vốn và chịu chi phí lãi vay cao cho 2 giai đoạn.

[2] Giả định công suất thiết kế toàn bộ dự án Gemalink năm 2026 vẫn theo thiết kế cũ - trước khi xin giấy phép mở rộng quy mô. Hiện Gemalink vẫn đang trong quá trình xin phép nhằm tăng thêm 600 ngàn TEUs.

- Kỳ vọng trong 2H2023 và 2024F, sản lượng của GML sẽ khả quan nhờ vào:

- (1) Nhận thêm các tuyến dịch vụ mới.
- (2) Nhu cầu tiêu dùng hàng hóa ở khu Mỹ và Châu Âu sẽ phục hồi dựa trên mức nền thấp của 1H2023.

**(ii) Nam Đình Vũ GĐ3 – phía Bắc (tăng +800 ngàn TEU): Trở thành cảng sông lớn nhất khu vực phía Bắc với tổng công suất 2 triệu TEUs/năm trong 2025, chuyên phục vụ cho khu vực Nội Á. Dự kiến đóng góp vào khoảng 49% doanh thu mảng khai thác cảng vào năm 2026.**

Với công suất thiết kế được nâng lên từ 1.2 triệu TEUs/năm (GĐ1 và GĐ2) lên 2 triệu TEUs/năm (GĐ3), cầu bến dài 1.5km, có thể đón được các tàu nội Á lớn nhất khu vực cảng sông. Khi cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 đi vào hoạt động, đây sẽ được xem là cảng sông lớn nhất khu vực miền Bắc, có khả năng tiếp nhận các tàu feeder và tàu nội Á lớn nhất khu vực cảng sông.

Nam Đình Vũ sở hữu vị trí thuận lợi:

- (1) Có mớn nước sâu, vũng quay tàu rộng và cửa ngõ thông ra biển gần nhất so với các cảng khác tại khu vực Hải Phòng: Giúp các tàu có thể cập cảng dễ dàng hơn so với các cảng trong cùng khu vực Hải Phòng.
- (2) Nằm trong khu công nghiệp Nam Đình Vũ - đầu mối vận tải hàng hóa thương mại quốc tế và nội địa quan trọng bậc nhất của toàn miền Bắc.



Hình 14: Thời gian đi vào hoạt động cảng Nam Đình Vũ GD2-3 trong 2023 và 2025



Nguồn: BSC tổng hợp

- Chi tiết mức độ đóng góp ước tính như sau:

Chỉ tiêu	Đvt	2022	1H2023	2H2023F <sup>[3]</sup>	2023F	2024F	2025F	2026F
Sản lượng thực hiện (ước tính)	TEUs	380,497	350,767	595,255	946,022	1,059,545	1,144,308	1,235,853
Công suất thiết kế	TEUs	500,000	600,000	600,000	1,200,000	1,200,000	2,000,000	2,000,000
Công suất thực tế	%	76%	58%	99%	79%	88%	57%	62%
Doanh thu cảng NDV	tỷ đồng	504	474	804	1,278	1,517	1,655	1,805
Mức độ đóng góp trong doanh thu khai thác cảng GMD	%	13%	15%	26%	42%	46%	48%	49%

[3] Từ T6/2023 toàn bộ khách hàng tại Cảng Nam Hải Đình Vũ và 1 phần khách của cảng Nam Hải đã được chuyển sang cảng Nam Đình Vũ.

**2. Gemalink hưởng lợi nhiều nhất từ dự thảo nâng giá bốc dỡ trong năm 2024 với mức nâng tối đa +10%YoY. Theo đó, dự kiến LNST 2024 đóng góp vào GMD dao động từ +2%YoY đến +5%YoY.**

- Chi tiết ước tính như sau:

Bảng 2: Phân tích độ nhạy LNST 2024 của Gemalink và mức độ đóng góp vào LNST hằng năm của Gemalink vào GMD khi thay đổi phí bốc dỡ.

Chỉ tiêu	Phí bốc dỡ				
	0%	2.5%	5.0%	7.5%	10%
% tăng giá	0%	2.5%	5.0%	7.5%	10%
Mức giá tăng bình quân (triệu đồng)	1.81	1.86	1.90	1.95	2.00
LNST 2024 đóng góp vào GMD (kịch bản tiêu cực)	(26)	(15)	(4)	6	16
% GML đóng góp vào LNST GMD	-2%	-1%	0%	1%	1%
LNST 2024 đóng góp vào GMD (kịch bản cơ bản)	21	32	43	54	66
% GML đóng góp vào LNST GMD	2%	3%	4%	5%	5%
LNST 2024 đóng góp vào GMD (kịch bản tích cực)	66	78	90	102	115
% GML đóng góp vào LNST GMD	5%	7%	8%	9%	10%

Nguồn: BSC ước tính

- Đối với dự thảo nâng giá dịch vụ bốc dỡ, chúng tôi đánh giá:

- Ở khu vực phía Nam, Gemalink sẽ được hưởng lợi nhiều nhất bởi nhờ vào (1) khả năng thương lượng giá cả với các hãng tàu lớn, (2) kỳ vọng công suất cảng được lấp đầy.

- Tại khu vực phía Bắc, chúng tôi đánh giá tác động do dự thảo là **không ảnh hưởng nhiều**. Bởi (1) dự thảo chỉ nâng khung giá cho hoạt động giữa tàu – bờ cảng hoặc tàu – bãi cảng và ngược lại, còn dịch vụ trong cảng sẽ do các doanh nghiệp tự quyết định, (2) Tình trạng cạnh tranh về giá vẫn còn đang diễn ra gay gắt ở khu vực phía Bắc, (3) Các doanh nghiệp cảng tại khu vực Hải Phòng chưa lấp đầy công suất. Do đó, chúng tôi cho rằng trung bình giá tại khu vực này sẽ không tăng nhiều, giúp các doanh nghiệp tiếp tục cạnh tranh với nhau bằng giá nhằm thu hút nguồn hàng vào cảng.

- Bên cạnh đó, trong 1H2023, GMD cũng đã bắt đầu tăng giá dịch vụ cảng biển với mức tăng cao nhất 34% đối với xếp dỡ container xuất khẩu và tăng mức thấp nhất với mức 3% cho xếp dỡ container nội địa. Nhìn chung, GMD đã tăng mức giá của một số dịch xếp dỡ container có hàng tiệm cận với giá của dự thảo.

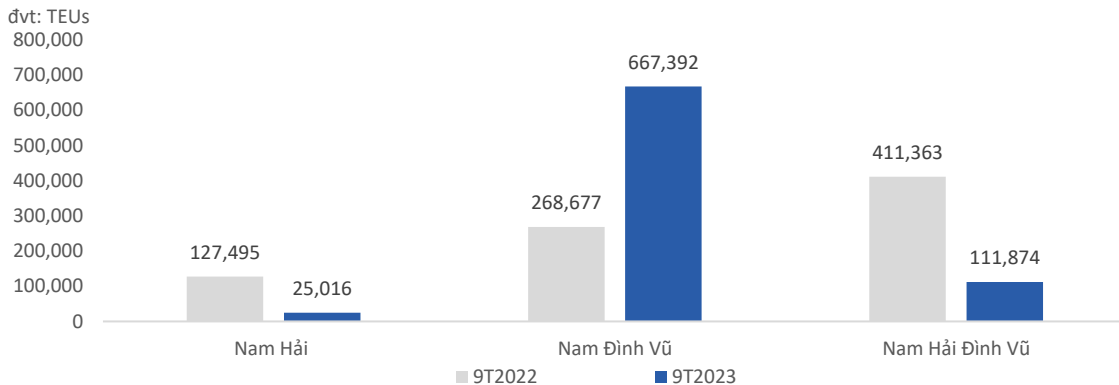
## V. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2023.

### 1. Sản lượng hàng hóa qua cảng GMD trong 9T2023 ghi nhận mức thấp do kinh tế toàn cầu tăng trưởng chậm.

- Sản lượng hàng hóa thông qua cảng GMD trong 9T2023 đạt hơn 1,8 triệu TEUs (-12%YoY) – đi cùng với xu hướng giảm chung của toàn ngành do tăng trưởng kinh tế chậm. Cụ thể:

- Phía Bắc: Tổng sản lượng 9T2023 ước tính đạt 804,282 TEUs (-0.4%YoY). Riêng sản lượng Nam Đình Vũ tăng đột biến, đi ngược lại với xu hướng giảm chung của toàn ngành, chủ yếu là GMD đã chuyển khách hàng từ cảng Nam Hải Đình Vũ sang cảng Nam Đình Vũ.

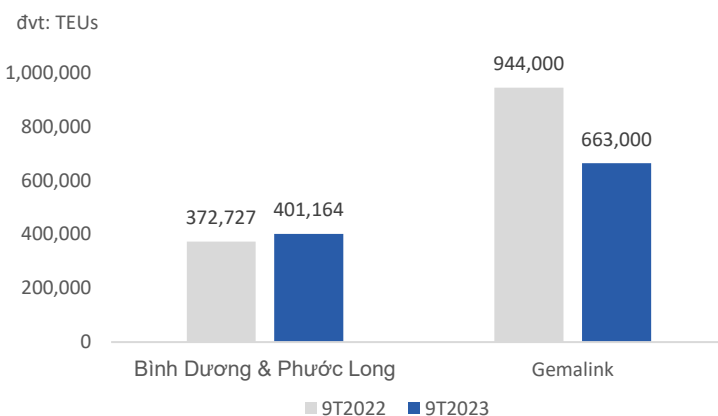
Hình 15: Sản lượng cảng phía Bắc



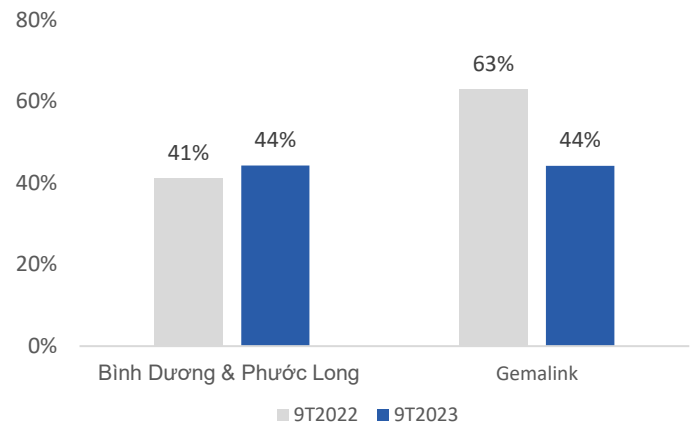
Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng

- Phía Nam: Tổng sản lượng trong 9T2023 đạt hơn 1,6 triệu TEUs (-19%YoY). Sản lượng khu vực phía Nam suy giảm hơn so với khu vực phía Bắc bởi khác thị trường tiêu thụ hàng hóa, chủ yếu hàng hóa ở cảng GMD phía Nam sẽ qua khu vực Châu Âu và Châu Mỹ trong khi phía cảng Bắc của GMD, hàng hóa qua khu vực Nội Á là chính.

Hình 16: Sản lượng qua cảng khu vực phía Nam



Hình 17: Công suất thực tế của cảng phía Nam



- Chúng tôi cho rằng sản lượng GMD trong Q4/2023 có sự phân hóa:
  - (1) Khu vực phía Bắc: Kỳ vọng cầu tiêu dùng tại một số thị trường khách hàng lớn phục hồi bởi các dấu hiệu (i) Nền kinh tế Trung Quốc được cải thiện nhờ hỗ trợ về các chính sách và các kế hoạch tuyển dụng cũng có xu hướng tăng nhẹ (ii) Hàn Quốc duy trì xu hướng tăng xuất khẩu sang Việt Nam các mặt linh kiện điện tử để đáp ứng nhu cầu sản xuất vào cuối năm.
  - (2) Khu vực phía Nam: Được cải thiện chủ yếu nhờ vào Gemalink do trong cuối Q2/2023 và Q3/2023 nhận thêm 1 số tuyến mới.

**Bảng 3: Tóm tắt KQKD Q3/2023**

Tỷ đồng	Q3.2022	Q3.2023	% YoY	9T2022	9T2023	% YoY	Nhận xét	
<b>DT thuần</b>	<b>992</b>	<b>998</b>	<b>1%</b>	<b>2,850</b>	<b>1,814</b>	<b>-36%</b>	Q3/2023, GMD ghi nhận DTT và LNST - CĐTTS lần lượt: DTT = 997 tỷ đồng (+9%QoQ, +1%YoY) LNST - CĐTTS = 254 tỷ đồng (-85%QoQ, +4%YoY)  KQKD Q3/2023, GMD ghi nhận DTT và LNST - CĐTTS tăng trưởng nhẹ svck bởi: (1) DTT tăng +1%YoY trong đó: + Mảng khai thác cảng đi ngang svck +0%YoY do kinh tế tăng trưởng chậm, ảnh hưởng lên sản lượng container toàn ngành. + Mảng logistics và cho thuê văn phòng svck +3%YoY nhờ duy trì một số các hợp đồng cho thuê tàu định hạn ở mức cao. (2) SG&A giảm svck -16%YoY nhờ cắt giảm mạnh tay chi phí môi giới và hoạt động bán hàng khác. (3) Hoạt động các công ty liên doanh liên kết giảm mạnh -52%YoY, chủ yếu do: + Gemalink: Lợi nhuận sụt giảm mạnh -117%YoY, tương ứng lỗ 6 tỷ đồng mặc dù sản lượng tăng +3%YoY. Chúng tôi cho rằng khoản lỗ này đến từ (i) chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng (ii) lỗ tỷ giá đến từ các khoản vay USD. +SCS: Lợi nhuận thuần đạt 128 tỷ đồng (-14%YoY). Theo đó, đóng góp lợi nhuận vào GMD chỉ đạt 43 tỷ đồng (-12%YoY). Chủ yếu do sản lượng hàng hóa giảm -14%YoY bởi ảnh hưởng chung của toàn ngành. (4) LNST - CĐTTS +4%YoY nhờ vào việc kiểm soát chi phí hiệu quả.	
Giá vốn	(590)	(533)	-10%	(1,659)	(928)	-44%		
<b>Lãi gộp</b>	<b>402</b>	<b>465</b>	<b>15%</b>	<b>1,191</b>	<b>886</b>	<b>-26%</b>		
DT tài chính	7	33	343%	16	1,884	11685%		
CP tài chính	(62)	(51)	-17%	(151)	(93)	-38%		
Lãi vay	(33)	-	-100%	(95)	(56)	-42%		
Lãi từ CTLK	109	52	-52%	336	80	-76%		
CP BH	(35)	(14)	-59%	(110)	(72)	-34%		
CP QLDN	(85)	(87)	2%	(241)	(210)	-13%		
<b>Lãi từ HĐKD</b>	<b>337</b>	<b>397</b>	<b>18%</b>	<b>1,040</b>	<b>2,475</b>	<b>138%</b>		
TN khác, ròng	2	8	317%	21	22	5%		
LNTT	336	(7)	-102%	1,057	2,493	136%		
Thuế	(49)	1	-102%	(115)	(520)	351%		
<b>LNST</b>	<b>287</b>	<b>398</b>	<b>38%</b>	<b>941</b>	<b>1,972</b>	<b>109%</b>		
CĐTTS	44	84	93%	135	119	-12%		
<b>LNST-CĐTTS</b>	<b>244</b>	<b>254</b>	<b>4%</b>	<b>806</b>	<b>1,853</b>	<b>130%</b>		
<b>Chỉ số</b>								
Biên LNG	41%	47%	+6.0bp	42%	49%	+7.1 bsp		
Biên LNR	29%	40%	+10.9p	33%	109%	+75.7bp		
SG&A/DT	12%	10%	2.0bsp	12%	16%	+3.3 bsp		

Nguồn: BSC Research

## 2. Cập nhật tình hình thoái vốn Công ty Cổ phần Cảng Nam Hải:

Vào ngày 3/11/2023, GMD lên kế hoạch chuyển nhượng 99,98% cổ phần Cảng Nam Hải. Hiện vẫn chưa có thông tin về đối tác và lợi nhuận từ thương vụ này. Tuy nhiên theo ước tính của chúng tôi, GMD có thể thu được LNTT = 160 tỷ đồng từ việc bán cảng Nam Hải - chỉ khoảng bằng 9% so với giá trị thương vụ thoái vốn của Nam Hải Đình Vũ bởi cảng Nam Hải sở hữu vị trí kém thuận lợi bởi phía trước cầu Bạch Đằng do đó các sẽ gặp khó khăn khi tiếp nhận các tàu có tải trọng hơn 20.000 DWT trở lên. Theo đó, nếu thương vụ thành công, dự kiến đóng góp thêm +10% vào lợi nhuận sau thuế cốt lõi của GMD trong 2024.

Thực tế cho thấy, số lượng các tàu có tải trọng 20.000 DWT kể từ khi thời điểm cầu Bạch Đằng đi vào hoạt động cho đến đầu năm 2023 đã giảm gần 40%. Chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ tiếp tục giảm trong tương lai bởi xu hướng tàu lớn ngày càng phát triển. BSC đánh giá việc thoái vốn Nam Hải là bước đi hợp lý trong cải thiện hiệu quả hoạt động các cảng hiện hữu cũng như hỗ trợ thêm nguồn lực để GMD tập trung cho các dự án phía Bắc là Nam Đình Vũ giai đoạn 3 - dự kiến đi vào hoạt động trong 2025.

Chi tiết ước tính giá trị thương vụ như sau:

Chỉ tiêu	Giá trị (ước tính)	ĐVT
Vốn góp	100	tỷ đồng
LNST chưa phân phối 2022 (*)	68	tỷ đồng
(*) Bao gồm chia cổ tức từ LNST chưa phân phối		
<b>Vốn chủ sở hữu 2022</b>	<b>168</b>	<b>tỷ đồng</b>
FCFF 2022	37	tỷ đồng
EBIT*(1-t)	23	tỷ đồng
Khấu hao	14	tỷ đồng
WACC	12.89%	
g	1.50%	
<b>Giá trị hiện tại</b>	<b>329</b>	<b>tỷ đồng</b>
Giá trị của 99,98% cổ phần	328	tỷ đồng
Trừ: Vốn chủ sở hữu 2022	-168	tỷ đồng
<b>==&gt; Ước tính LN thu được từ thoái vốn Nam Hải</b>	<b>160</b>	<b>tỷ đồng</b>

Nguồn: BSC Research ước tính

## VI. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH.

Trong năm 2023, BSC dự báo GMD ghi nhận DTT = 3,902 tỷ đồng (+0.1%YoY), NPATMI = 2,430 tỷ đồng (+144%YoY), tương đương với EPS FWD = 8,073 VNĐ, P/E FWD = 8.6x lần, EV/EBIDTA = 12.1 lần. Nếu loại trừ thu nhập bất thường, NPATMI = 955 tỷ đồng (-4%YoY), tương đương EPS FWD = 3,172 VNĐ, P/E FWD = 21.2x lần.

Năm 2024, BSC dự báo GMD ghi nhận DTT 2024 = 4,029 tỷ đồng (+3.3%YoY), NPATMI 2024 = 1,160 tỷ đồng (-52%YoY), tương đương EPS FWD 2024 = 3,853 VNĐ, P/E FWD 2024 = 17.5x, EV/EBITDA = 9.9 lần. Nếu loại trừ khi khoản lợi nhuận bất thường năm 2023, NPATMI 2024 tăng +21%YoY. Dựa trên những giả định sau:

**Bảng 4: Dự phóng kết quả kinh doanh 2023F – 2024F**

Bảng KQKD	2020	2021	2022	2023F	2024F	Giả định
<b>Doanh thu thuần (tỷ đồng)</b>	<b>2,606</b>	<b>3,206</b>	<b>3,898</b>	<b>3,902</b>	<b>4,029</b>	<b>Dự phóng 2024F được xây dựng dựa trên những giả định chính:</b> - <b>Khai thác cảng (+8YoY):</b> (1) <b>Sản lượng (+2%YoY):</b> Hồi phục dựa trên mức nền thấp 2023, nhưng vẫn thấp hơn giai đoạn 2022 bởi kỳ vọng cầu tiêu dùng hồi phục chậm. (2) <b>Giá dịch vụ (+6%YoY):</b> Điều chỉnh giá dịch vụ nhằm bù đắp một phần chi phí đầu vào tăng cao và nâng cao chất lượng dịch vụ. - <b>Logistics (-15%YoY):</b> Các hợp đồng cho thuê định hạn giá cao dự kiến kết thúc trong cuối 2023. Trong 2024, các hợp đồng cho thuê có thể neo ở mức giá thấp hơn giai đoạn 2023 do các doanh nghiệp có xu hướng thận trọng hơn trong tái ký hợp đồng thuê tàu bởi kỳ vọng cầu tiêu dùng phục hồi chậm. - <b>Biên lợi nhuận (-0.22bsp YoY):</b> Chủ yếu đến từ tăng chi phí giá nguyên vật liệu.
Giá vốn hàng bán	(1,656)	(2,064)	(2,180)	(2,052)	(2,128)	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>950</b>	<b>1,142</b>	<b>1,718</b>	<b>1,850</b>	<b>1,902</b>	
Thu nhập tài chính	28	40	24	1,931	51	
Chi phí tài chính	(159)	(108)	(166)	(202)	(202)	
Trong đó: Chi phí lãi vay	(147)	(119)	(131)	(202)	(202)	
Lãi/lỗ từ công ty LD, LK	157	237	399	184	242	
Chi phí BH	(137)	(154)	(142)	(117)	(117)	
Chi phí QLDN	(341)	(295)	(524)	(429)	(403)	
Lãi từ HĐKD	496	861	1,309	3,216	1,474	
Thu nhập khác, ròng	16	(55)	(0)	(0)	(0)	
LNTT	513	806	1,308	3,216	1,473	
Thuế TNDN	(72)	(86)	(147)	(455)	(185)	
<b>LNST</b>	<b>440</b>	<b>721</b>	<b>1,161</b>	<b>2,761</b>	<b>1,289</b>	
Lợi ích CĐKKS	70	108	167	331	129	
<b>LNST Công ty mẹ</b>	<b>371</b>	<b>612</b>	<b>994</b>	<b>2,430</b>	<b>1,160</b>	
EPS	1,231	2,031	3,298	8,073	3,853	
Biên lợi nhuận gộp	36%	36%	44%	47%	47%	
Biên lợi nhuận ròng	17%	22%	30%	71%	32%	

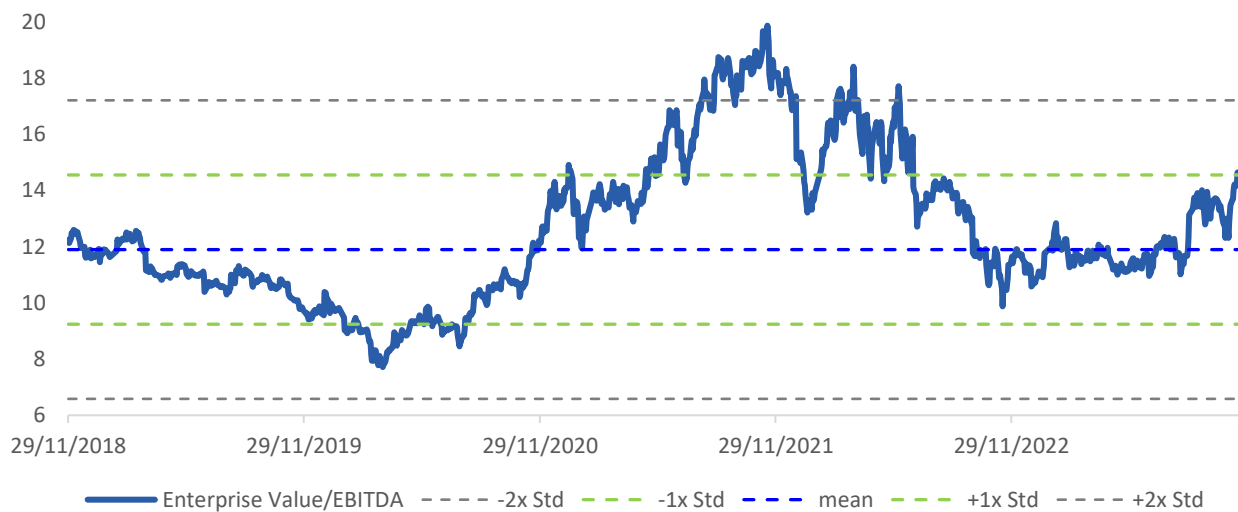
Nguồn: GMD, Fiinpro, BSC Research dự phóng

## VII. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ.

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu GMD với giá mục tiêu năm 2024 là 76,400 VNĐ/CP (upside 9% so với giá đóng cửa ngày 29/11/2023), dựa trên phương pháp định giá EV/EBITDA mục tiêu = 9.9x tương đương mức giao dịch bình quân trong giai đoạn 2019 – 2020. Việc lựa chọn giai đoạn do có nét tương đồng trong hoạt động ổn định của cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 1 và loại bỏ các sự kiện bất thường tác động lên ngành.

Định giá theo EV/EBITDA	
EV/EBITDA mục tiêu	9.90x
<b>EBITDA FY 2024</b>	<b>2,118</b>
Giá trị doanh nghiệp (EV) 2024	20,959
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	4,809
(-) Nợ vay	(2,780)
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu 2024</b>	<b>22,988</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	301
<b>Giá mục tiêu 2024</b>	<b>76,400</b>
Giá tại ngày 29/11/2023	70,000
<b>Upside</b>	<b>9%</b>

Hình 18: EV/EBITDA giai đoạn 29/11/2018 – 28/11/2023



Nguồn: Bloomberg

Hình 19: Độ nhạy của giá mục tiêu khi EV/EBITDA nằm trong biên độ -1 đến +1 độ lệch chuẩn

	-1 Std		Mean		+1 Std		
EV/EBITDA 2024	9	9.9	11	12	13	14	15
Giá mục tiêu	71,800	76,400	83,400	90,400	97,500	104,500	111,600
Upside	3%	9%	19%	29%	39%	49%	59%

Nguồn: BSC Research

PHỤ LỤC I

Bảng 5: Bảng tăng giá cước dịch vụ ở phía Nam và phía Bắc đối với nhóm cảng container của GMD năm 2023

Loại hình dịch vụ	Loại cont	Giá bình quân năm 2022			Giá bình quân năm 2023			đvt	% tăng giá bình quân
		Cont 20'	Cont 40'	Cont 45'	Cont 20'	Cont 40'	Cont 45'		
<b>A. Cảng Gemalink (cảng container)</b>									
(1) Khai thác tàu quốc tế					Giá không đổi so với năm trước			USD	
Xếp dỡ container	Hàng	69.50	102.25	113.75				USD	0%
Xếp dỡ container	Rỗng	46.25	65.00	71.75				USD	0%
(2) Khai thác tàu nội địa									
Xếp dỡ container	Hàng	432,000	642,600	945,000	459,000	677,160	1,015,200	VND	7%
Xếp dỡ container	Rỗng	232,200	351,000	513,000	235,440	356,400	537,840	VND	3%
Sắp xếp container	Hàng	642,600	961,200	1,425,600	688,500	1,015,740	1,522,800	VND	7%
Sắp xếp container	Rỗng	340,200	513,000	747,900	353,160	534,600	806,760	VND	6%
Phụ phí quá khổ OOG1		3,888,000	3,888,000	3,888,000	3,904,200	3,904,200	3,904,200	VND	0%
Phụ phí quá khổ OOG2		6,507,000	6,507,000	6,507,000	Tùy từng trường hợp			VND	
<b>B. Cảng phía Bắc (các cảng container)</b>									
(1) Container xuất khẩu									
Xếp dỡ container	Hàng	32	48.5	56	41.5	61.5	70.5	USD	27%
Xếp dỡ container	Rỗng	19	28	33	25.5	37	44.75	USD	34%
(2) Container nội địa									
Xếp dỡ container	Hàng	384,500	564,500	710,000	384,500	564,500	846,000	VND	8%
Xếp dỡ container	Rỗng	196,000	298,000	365,000	196,000	298,000	448,000	VND	10%

Nguồn: GMD, BSC Research tổng hợp

**PHỤ LỤC II**

KQKD (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3,206</b>	<b>3,898</b>	<b>3,902</b>	<b>4,029</b>
Giá vốn hàng bán	(2,064)	(2,180)	(2,052)	(2,128)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,142</b>	<b>1,718</b>	<b>1,850</b>	<b>1,902</b>
Thu nhập tài chính	40	24	1,931	51
Chi phí tài chính	(108)	(166)	(202)	(202)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(119)	(131)	(202)	(202)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	237	399	184	242
Chi phí BH	(154)	(142)	(117)	(117)
Chi phí QLDN	(295)	(524)	(429)	(403)
<b>Lãi từ HĐKD</b>	<b>861</b>	<b>1,309</b>	<b>3,216</b>	<b>1,474</b>
Thu nhập khác, ròng	(55)	(0)	(0)	(0)
<b>LNTT</b>	<b>806</b>	<b>1,308</b>	<b>3,216</b>	<b>1,473</b>
Thuế TNDN	(86)	(147)	(455)	(185)
<b>LNST</b>	<b>721</b>	<b>1,161</b>	<b>2,761</b>	<b>1,289</b>
Lợi ích CĐKKS	108	167	331	129
<b>LNST Công ty mẹ</b>	<b>612</b>	<b>994</b>	<b>2,430</b>	<b>1,160</b>
EPS	2,031	3,298	8,073	3,853

LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
(Lỗ)/LNTT	806	1,308	3,216	1,473
Khấu hao và phân bổ	380	376	392	443
Thay đổi vốn lưu động	(2)	1,138	(80)	(35)
Điều chỉnh khác	(219)	(489)	(638)	(427)
LCTT từ HĐKD	965	2,333	2,889	1,454
Tiền chi mua TSCĐ	(544)	(1,391)	1,152	(65)
Đầu tư khác	188	121	(1,567)	235
LCTT từ HĐĐT	(356)	(1,269)	(416)	170
Tiền chi trả cổ tức	(426)	(428)	(1,018)	(475)
Tiền từ vay ròng	29	91	(57)	808
Tiền thu khác	-	-	-	-
LCTT từ HĐTC	(398)	(338)	(1,075)	333
<b>Dòng tiền đầu kỳ</b>	<b>428</b>	<b>637</b>	<b>1,364</b>	<b>2,763</b>
Tiền trong kì	211	726	1,399	1,957
<b>Dòng tiền cuối kỳ</b>	<b>637</b>	<b>1,364</b>	<b>2,763</b>	<b>4,720</b>

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Tiền và tương đương tiền	637	1,364	2,763	4,720
Đầu tư ngắn hạn	52	82	86	89
Phải thu ngắn hạn	842	868	869	897
Hàng tồn kho	69	83	84	86
TS ngắn hạn khác	-	-	-	-
<b>TS ngắn hạn</b>	<b>1,689</b>	<b>2,619</b>	<b>4,023</b>	<b>6,021</b>
Phải thu dài hạn	44	45	45	46
TSCĐ nguyên giá	5,825	6,304	7,104	7,169
Khấu hao	(2,679)	(3,042)	(2,678)	(3,121)
TSĐT nguyên giá	-	-	-	-
Khấu hao	-	-	-	-
TS dở dang dài hạn	1,747	2,790	839	839
ĐT dài hạn	2,830	3,065	4,813	4,816
TS dài hạn khác	1,275	1,249	1,251	1,291
<b>TS dài hạn</b>	<b>9,042</b>	<b>10,412</b>	<b>11,373</b>	<b>11,040</b>
<b>Tổng TS</b>	<b>10,731</b>	<b>13,031</b>	<b>15,396</b>	<b>17,061</b>
Nợ phải trả	1,402	2,667	2,591	2,635
Vay ngắn hạn	860	543	498	722
<b>Tổng Nợ ngắn hạn</b>	<b>2,263</b>	<b>3,211</b>	<b>3,089</b>	<b>3,357</b>
Vay dài hạn	1,061	1,486	1,475	2,058
Nợ dài hạn khác	363	386	386	386
<b>Tổng Nợ dài hạn</b>	<b>1,424</b>	<b>1,872</b>	<b>1,861</b>	<b>2,444</b>
<b>Tổng Nợ phải trả</b>	<b>3,687</b>	<b>5,083</b>	<b>4,950</b>	<b>5,801</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	702	743	743	743
Lãi chưa phân phối	661	1,227	2,639	3,324
Lợi ích CĐTS	726	1,022	1,353	1,482
<b>Tổng VCSH</b>	<b>7,045</b>	<b>7,948</b>	<b>9,691</b>	<b>10,505</b>

Chỉ số (%)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hố TT ngắn hạn	0.7	0.8	1.3	1.8
Hố TT nhanh	0.7	0.7	1.2	1.7
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Hố Nợ/TTS	34%	39%	32%	34%
Hố Nợ/VCSH	52%	64%	51%	55%
<b>Năng lực hoạt động</b>				
Số ngày HTK	12	14	15	15
Số ngày phải thu ngắn hạn	96	81	81	81
<b>Tỉ suất lợi nhuận</b>				
Lợi nhuận gộp	36%	44%	47%	47%
Lợi nhuận LNST	22%	30%	71%	32%
ROE	9%	13%	25%	11%
ROA	6%	8%	16%	7%
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng DTT	23%	22%	0%	3%
Tăng trưởng EBIT	40%	56%	137%	-51%
Tăng trưởng LNTT	57%	62%	146%	-54%
Tăng trưởng EPS	65%	62%	145%	-52%
SLCP lưu hành (triệu)	301	301	301	301
BVPS	23,375	26,371	32,196	34,899

Nguồn: BSC Research



## 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 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

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

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

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

