

CTCP GEMADEPT (HSX: GMD)

Cần thêm thời gian cho sự phục hồi khi bối cảnh vĩ mô chưa ủng hộ

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY23	Q4-FY22	+/- (qoq)	Q1-FY22	+/- (yoy)
Doanh thu thuần	902	1,066	-15,4%	880	2,5%
Lợi nhuận sau thuế	202	189	7,1%	274	-26,1%
EBIT	300	264	13,6%	242	24,1%
Tỷ suất EBIT	33,3%	24,8%	8,5 pps	27,5%	5,8 pps

Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

KQKD Q1/2023 – Kém tích cực bởi dòng chảy thương mại suy yếu

- Sản lượng xếp dỡ container của GMD đạt 585 nghìn TEU (-25% YoY và -18% QoQ). Trong đó, sản lượng tại khu vực Hải Phòng đạt 243 nghìn TEU (-11% YoY) và sản lượng khu vực miền Nam đạt 342 nghìn TEU (-32% YoY).
- GMD ghi nhận doanh thu và LNTT lần lượt đạt 902 tỷ đồng (+3% YoY và -15% QoQ) và 308 tỷ đồng (-12% YoY và +23% QoQ), tương ứng hoàn thành 23% và 27% kế hoạch của năm 2023, lần lượt hoàn thành 21% và 26% dự phóng.
- Hoạt động thương mại với thị trường Âu – Mỹ suy yếu là nguyên nhân chính khiến sản lượng hàng hóa container thông qua các cảng của GMD khu vực miền Nam (bao gồm cảng Gemalink) bị ảnh hưởng nặng hơn cụm cảng phía Bắc. Điều này dẫn đến biên LNST bị thu hẹp 9 pps YoY, dù cho biên EBIT mở rộng hơn 6 pps YoY.

Triển vọng 2023 – Khó khăn sẽ còn dai dẳng

- Lạm phát tại Mỹ và Châu Âu vẫn đang gây áp lực lên sức mua dành cho các sản phẩm không thiết yếu, vốn là mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam. Các cảng phía Nam của GMD, vốn tập trung các tuyến đi châu Âu và Mỹ, sẽ tiếp tục phải đối mặt với khó khăn trong thời gian còn lại của năm, dự báo container thông quan cụm cảng phía Nam đạt 683 nghìn TEUs (-18% YoY).
- Sản lượng cụm cảng Hải Phòng được kỳ vọng có thể tăng trưởng +5% YoY trong năm nay nhờ việc các hãng tàu tập trung khai thác thị trường Trung Quốc. Động lực chính đến từ xuất khẩu các mặt hàng thiết yếu như rau quả, thủy sản khi nền kinh tế quốc gia này mở cửa trở lại.
- Dự phóng cho năm 2023, doanh thu và LNST của GMD lần lượt là 3.781 tỷ đồng (-3% YoY) và 2.396 tỷ đồng (+148% YoY) trong đó lợi nhuận mảng hoạt động kinh doanh cốt lõi đạt 796 tỷ đồng (-27% YoY) và 1.600 tỷ đồng lợi nhuận nhờ thoái vốn tại NHĐV.
- Cho năm 2024, doanh thu và LNST lần lượt là 4.268 tỷ đồng (+9% YoY) và 934 tỷ đồng (+17% YoY), sự tăng trưởng về doanh thu phản ánh kỳ vọng về sự phục hồi của nhu cầu XNK trong năm tới, và chi phí lãi vay tại Gemalink sẽ không tạo nhiều áp lực lên KQKD của GMD.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá Tổng các thành phần (SOTP) để đưa ra giá mục tiêu cho GMD là **63.400 VNĐ/cổ phiếu**, kết hợp cùng mức cổ tức 2.000 VNĐ, tương đương tỷ suất sinh lời kỳ vọng là 11%, dựa trên giá đóng cửa ngày 24/07/2023. Chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu GMD.

TÍCH LŨY +11%

Giá thị trường (VNĐ)	58.800
Giá mục tiêu (VNĐ)	63.400
Cổ tức tiền mặt	2.000

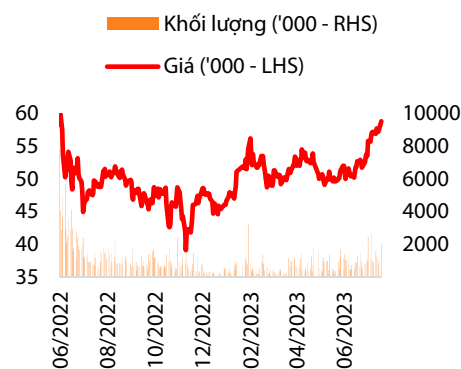
*Dự kiến nhận được trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Cảng biển
Vốn hóa (tỷ đồng)	17.721
SLCPDLH (triệu CP)	301,4
KLGD bình quân 20 phiên	896
Free Float (%)	98
Giá cao nhất 52 tuần	58.800
Giá thấp nhất 52 tuần	44.600
Beta	0,83

	FY2022	Hiện tại
EPS	3.298	3.061
Tăng trưởng EPS (%)	26	29
EPS điều chỉnh	3.298	3.061
P/E	5,6	4,7
P/B	0,8	1,3
EV/EBITDA	10,7	11,5
Tỷ suất cổ tức (%)	4,4	2,3
ROE (%)	14,4	11,5

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

VietFund Management Ltd	7,34
Korea Investment Management Ltd	5,11
Khác	87,55
Giới hạn sở hữu NHĐNN còn lại (%)	1,23

Cao Ngọc Quân

(084) 028- 6299 2006 – Ext 2223

quan.cn@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q1/2023

(Tỷ đồng)	Q1-FY23	Q4-FY22	+/- (qoq)	Q1-FY22	+/- (yoy)
Doanh thu	902	1.066	-15,4%	880	2,5%
Lợi nhuận gộp	427	454	-6,1%	352	21,1%
Chi phí bán hàng và quản lý	127	190	-33,5%	110	14,6%
Thu nhập HĐKD	300	264	13,6%	242	24,1%
EBITDA	408	357	14,1%	336	21,5%
EBIT	300	264	13,6%	242	24,1%
Chi phí tài chính	40	27	49,4%	32	23,1%
- Chi phí lãi vay	36	36	2,7%	30	22,4%
Khấu hao	108	93	15,5%	94	14,7%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	308	251	22,7%	350	-12,0%
Lợi nhuận sau thuế	202	189	7,1%	274	-26,1%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	202	189	7,1%	274	-26,1%

Nguồn: GMD, CTCK Rông Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1/2023

Chỉ tiêu	Q1-FY23	Q4-FY22	+/- (qoq)	Q1-FY22	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi					
TS lợi nhuận gộp	47.3%	42.6%	4.7 pps	40.0%	7.3 pps
EBITDA/Doanh thu	45.2%	33.5%	11.7 pps	38.1%	7.1 pps
EBIT/Doanh thu	33.3%	24.8%	8.5 pps	27.5%	5.8 pps
TS lợi nhuận ròng	22.4%	17.7%	4.7 pps	31.1%	-8.7 pps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	22.4%	17.7%	4.7 pps	31.1%	-8.7 pps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	23.93	29.77	-5.84	25.39	-1.46
-Khoản phải thu	3.97	4.37	-0.40	3.63	0.34
-Khoản phải trả	0.17	0.30	-0.13	0.40	-0.22
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	38.7%	42.5%	-3.8 pps	30.8%	8.0 pps

Nguồn: CTCK Rông Việt (*) thường niên hóa

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q2/2023

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY23	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	965	7,0%	-1,3%
Lợi nhuận gộp	425	-0,4%	-2,5%
EBIT	286	-4,7%	-9,6%
LNST	215	6,2%	-25,3%

Nguồn: CTCK Rông Việt

KQKD Q1-FY23 kém khởi sắc bởi dòng chảy thương mại yếu

GMD ghi nhận doanh thu và LNTT của Q1-FY23 lần lượt đạt 902 tỷ đồng (+3% YoY và -15% QoQ) và 308 tỷ đồng (-12% YoY và +23% QoQ), tương ứng hoàn thành 23% và 27% kế hoạch của năm 2023, lần lượt hoàn thành 24% và 26% dự phóng của chúng tôi. Trong đó:

- Sản lượng xếp dỡ container của GMD đạt 585 nghìn TEU (-25% YoY và -18% QoQ). Trong đó, sản lượng tại khu vực Hải Phòng đạt 243 nghìn TEU và giảm -11% YoY, mức giảm này thấp hơn so với khu vực miền Nam (sản lượng đạt 342 nghìn TEU, -32% YoY) (hình 1). Sản lượng hàng hóa container thông qua các cảng của GMD bị ảnh hưởng khá nặng tại khu vực miền Nam với trụ cột là cảng GML, do cảng phục vụ các tuyến tới thị trường Âu – Mỹ.
- Doanh thu hoạt động xếp dỡ container đạt 655 tỷ đồng (-11% YoY và -17% QoQ) (hình 2). Năm 2023, GMD thực hiện chính sách nâng giá cước xếp dỡ container tại cảng Nam Đình Vũ lên trung bình 20% so với năm 2022, điều này giúp cho tốc độ giảm về doanh thu ở mức thấp hơn so với tốc độ giảm về sản lượng container, đồng thời làm cho biên lợi nhuận gộp của mảng xếp dỡ được mở rộng lên mức 43% (+3pps YoY và +9 pps QoQ) (hình 3).
- Doanh thu hoạt động Logistics đạt 247 tỷ đồng (+71% YoY và -11% QoQ) tiếp tục tăng trưởng vượt bậc nhờ GMD ký được hợp đồng cho thuê sà lan dài hạn ở mức giá cước cao. Biên lợi nhuận gộp mảng logistics đạt 59% (+19 pps YoY và -7 pps QoQ), chúng tôi cho rằng, biên gộp của mảng này giảm so với quý trước một phần do yếu tố giảm giá dịch vụ hậu cảng để cân bằng với việc nâng giá dịch vụ xếp dỡ (hình 3).
- GML tiếp tục lỗ 40 tỷ đồng (Q1-FY22 ghi nhận lãi 38 tỷ đồng và Q4-FY22 ghi nhận lỗ 22 tỷ đồng) do sản lượng container giảm mạnh. Lợi nhuận từ công ty liên kết của GMD tiếp tục giảm sâu YoY kéo theo biên LNST lại thu hẹp đáng kể, đạt 22% (-9 pps YoY).

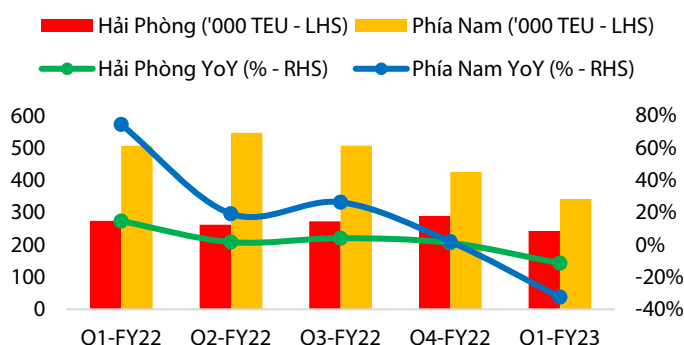
Bảng 1: KQKD Q1-FY23

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1-FY23	+/- QoQ	+/- YoY	% Hoàn thành KH 2023	% Hoàn thành 2023F
Sản lượng container ('000 Teu)	585	-18%	-25%		21%
Khu vực Hải Phòng	243	-16%	-11%		21%
Khu vực Miền Nam	342	-20%	-32%		21%
Doanh thu	902	-15%	3%	23%	24%
Xếp dỡ container	655	-17%	-11%		22%
Logistics	247	-11%	71%		32%
Giá vốn hàng bán	475	-22%	-10%		22%
Lợi nhuận gộp	427	-6%	21%		27%
Chi phí bán hàng và quản lý	127	-33%	15%		24%
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết	21	-70%	-83%		9%
LNTT	308	23%	-12%	27%	25% (*)
LNST cổ đông công ty mẹ	202	-7%	-26%		25% (*)

(*) Dự phóng không bao gồm lợi nhuận bất thường khi thoái vốn tại cảng NHĐV

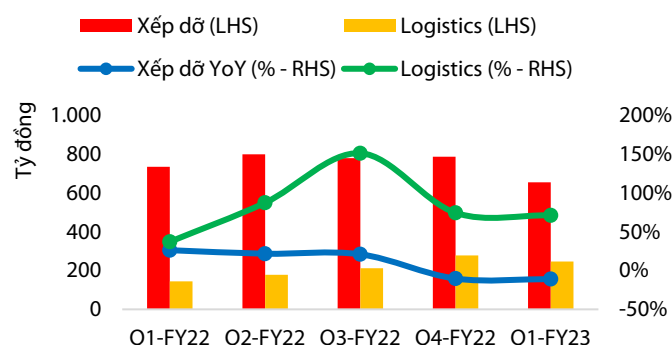
Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Hình 1: Sản lượng xếp dỡ container tại khu vực phía Nam bị ảnh hưởng nặng nề hơn với khu vực Hải Phòng



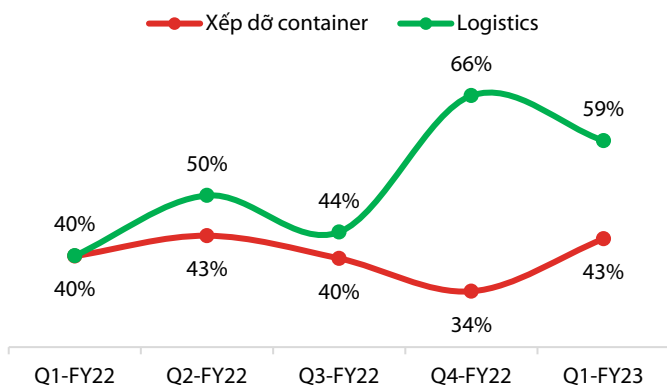
Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Doanh thu hợp nhất tăng trưởng dương nhờ vào những đóng góp của dịch vụ logistic



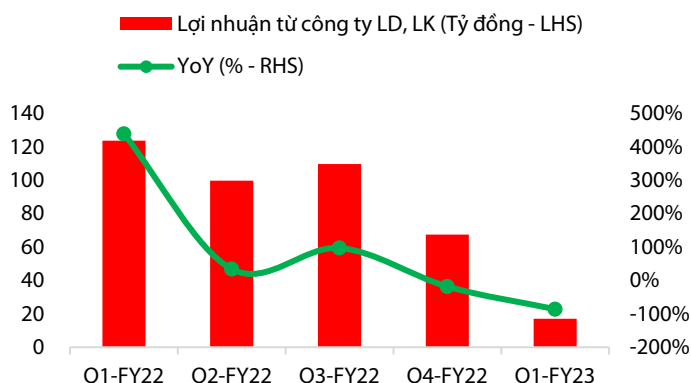
Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Biên lợi nhuận hai mảng kinh doanh chính đều mở rộng đáng kể so với cùng kỳ



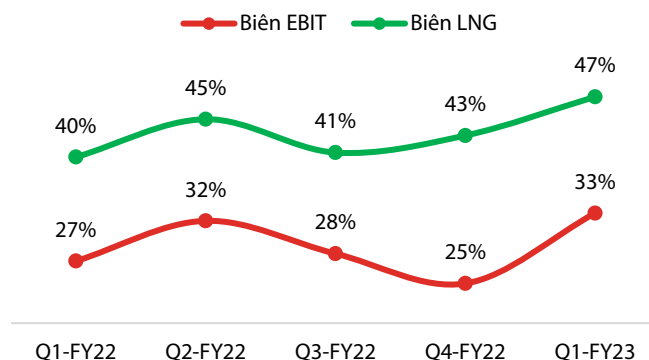
Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Hình 5: ... nhưng lợi nhuận của công ty liên doanh, liên kết giảm mạnh...

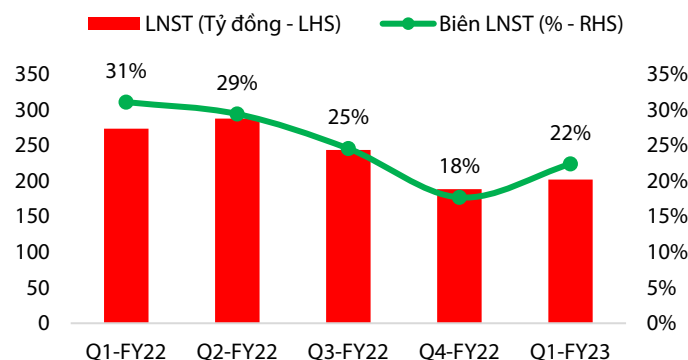


Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Mặc dù biên EBIT được mở rộng...



Hình 6: ...khiến cho biên LNST thu hẹp đáng kể SVCK



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Hoàn tất chuyển nhượng cảng Nam Hải Đình Vũ (NHĐV)

Ngày 31/5/2023, GMD chính thức hoàn tất chuyển nhượng và bàn giao cảng NHĐV cho đối tác là CTCP container Việt Nam (HOSE: VSC). Tổng giá trị chuyển nhượng của thương vụ khoảng 3.000 tỷ đồng, mang về LNTT cho công ty mẹ khoảng 2.000 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng, thoái vốn tại cảng NHĐV là một bước tiến phù hợp với chiến lược kinh doanh trong dài hạn của GMD, cụ thể:

- Tập trung nguồn lực về khu vực cảng Nam Đình Vũ (NĐV):
 - Cảng NĐV giai đoạn 2 chính thức đi vào hoạt động nâng quy mô của cảng NĐV lên gấp đôi so với trước kia, tổng chiều dài cầu bến 880 m, công suất thiết kế 1,2 triệu TEU/năm. Trong bối cảnh, sản lượng container xếp dỡ mới chỉ đạt 63% công suất thiết kế của giai đoạn 1, điều chuyển sản lượng tại cảng NHĐV về NĐV sẽ giúp nâng cao hiệu quả khai thác. Ngoài ra, địa thế nằm ở khu vực cửa sông Cấm, độ sâu trước bến lên tới -8,5m (các cảng phía trong đạt độ sâu 7m), và cầu bến kéo dài sẽ là lựa chọn phù hợp đối với xu hướng phát triển đội tàu ngày cảng tăng về kích thước và cung tải.
 - Tối ưu chi phí vận hành khi đội ngũ cán bộ nhân viên, máy móc thiết bị được tập trung về một khu vực.
 - Khu công nghiệp NĐV có lợi thế về hạ tầng kết nối với đường cao tốc và xu hướng các nhà máy, doanh nghiệp FDI dịch chuyển về KCN sẽ mang đến lượng khách hàng tiềm năng cho GMD.
- GMD dự kiến dùng nguồn tiền mặt thu được để góp vốn các dự án đầu tư trong giai đoạn 2023 – 2025, một số dự án M&A để phát triển hệ sinh thái cảng – logistics và cơ cấu lại một số khoản nợ có lãi suất cao.

Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, khả năng để GMD ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường trong Q2-FY23 là tương đối thấp do thời điểm chuyển nhượng rơi vào thời điểm cuối quý và công ty cần thêm thời gian hoàn thiện các thủ tục hành chính cho việc thoái vốn tại cảng NHĐV.

Dự phóng Q2-2023

Kết thúc Q2-FY23, số chuyến tàu cập cảng của GMD tại hai khu vực Hải Phòng/GML lần lượt là 243/61 chuyến, tương ứng thay đổi -30/+4 chuyến so với cùng kỳ và +14/+17 chuyến so với quý trước (bảng 2).

Khu vực Hải Phòng:

- Sự sụt giảm số chuyến ở khu vực Hải Phòng đến từ việc hãng tàu ASL cắt giảm số chuyến tới cảng Nam Hải do hãng tàu mất nhiều chi phí hơn để đi vào cảng nằm phía sâu trong nội địa, dẫn tới khai thác không hiệu quả trong bối cảnh sản lượng hàng hóa thấp, đồng thời GMD cũng đang giảm mức độ hoạt động tại khu vực cảng Nam Hải này.
- Sản lượng container cụm cảng Hải Phòng ước tính đạt 274 nghìn TEU (+5% YoY) tăng trưởng dương nhờ việc nhận thêm một tuyến dịch vụ của hãng HAS/SJJ khai thác thị trường Trung Quốc, thay cho tuyến dịch vụ năm 2022 của hãng tàu COSCO khai thác thị trường Nhật Bản.

Khu vực cảng Gemalink (GML):

- Hãng Maersk (MSK) giảm một tuyến dịch vụ Châu Á – Mỹ nhưng bổ sung thêm tuyến dịch vụ SEA2 của COSCO (COS) thị trường Châu Á – Mỹ. Ngoài ra, các hãng tàu khác vẫn giữ nguyên số tuyến như trong Q1-FY23 nhưng hãng tàu CMA-CMG tăng thêm số chuyến tàu ghé cảng.
- Sản lượng container khu vực miền Nam và GML tiếp tục giảm sâu do (1) hiệu ứng nền cao của Q2-FY22, (2) nhu cầu giao thương hàng hóa với hai thị trường Mỹ và Châu Âu suy yếu. Dự phóng sản lượng container khu vực GML đạt 238 nghìn TEU (-28% YoY).

Dự phóng cho Q2-FY23, doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ lần lượt đạt 965 tỷ đồng (+7% QoQ và -1% YoY) và 235 tỷ đồng (+16% QoQ và -18% YoY). So với quý trước, doanh thu có sự cải thiện so với quý trước dựa trên sự hồi phục về sản lượng như đã trình bày phía trên, biên lợi nhuận gộp của GMD sẽ giảm nhẹ do công ty bắt đầu trích khấu hao đối với cảng NDV giai đoạn 2 nhưng nhờ việc GML dự kiến có lãi trở lại trong quý này sẽ giúp cho LNST tăng trưởng hai chữ số.

Bảng 2: Số chuyến tàu cập cảng của GMD trong 1H2023

Hãng tàu	Năm 2023						Tổng	Tỷ trọng	+/- YoY (Chuyến)					
Tháng	01	02	03	04	05	06			01	02	03	04	05	06
Cụm cảng Hải Phòng														
ASL	13	18	22	17	15	15	100	21%	-7	1	5	-6	-6	-10
Khác	12	21	16	13	16	8	86	18%	-1	9	-4	-1	-6	-10
YML	10	11	12	14	13	13	73	15%	-3	0	-1	2	0	2
HAS/SJJ	9	8	12	12	12	11	64	14%	0	2	4	3	5	1
GMD	4	5	8	9	10	5	41	9%	-3	-1	3	5	3	-2
RCL	3	4	5	4	5	7	28	6%	-3	-3	1	-2	0	3
PIL	3	3	5	4	5	4	24	5%	-2	0	0	0	0	-3
COS	2	7	4	5	3	3	24	5%	-8	-4	-1	-1	0	-3
CMA	2	3	3	2	5	7	22	5%	-2	0	0	-2	2	0
MSC	3	1	0	2	1	3	10	2%	0	-1	0	-2	-1	-1
Tổng	61	81	87	82	85	76	472	100%	-29	3	7	-4	-3	-23
Cảng Gemalink														
CMA	9	13	11	18	17	18	86	82%	1	6	-5	9	8	6
COS	3	1	3	2	3	2	14	13%	3	1	2	1	2	1
MSK	2	0	0	0	0	0	2	2%	-4	-4	0	-2	-4	-6
OOL	0	0	1	0	0	1	2	2%	0	0	1	0	0	1
ELM	0	1	0	0	0	0	1	1%	0	1	-1	-1	-2	-2
CNC	0	0	0	0	0	0	0	0%	0	0	0	-3	-1	-1
Tổng	14	15	15	20	20	21	105	100%	0	4	-4	3	3	-2

Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, cảng vụ Vũng Tàu, CTCK Rong Việt

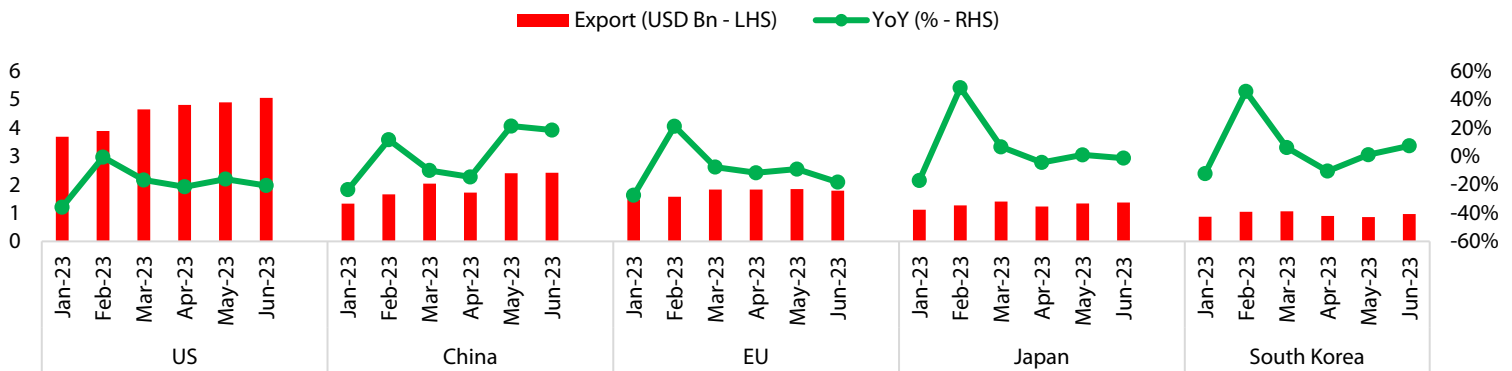
Hoạt động XNK sẽ còn khó khăn trong đầu 2H2023

Q2-FY23, ước tính giá trị xuất - nhập khẩu hàng hóa container thông qua đường biển của Việt Nam lần lượt là 17,1 tỷ USD (-10% YoY) và 10,6 tỷ USD (-25% YoY).

- Dòng chảy thương mại với Châu Âu – Mỹ còn yếu do sức mua người tiêu dùng bị ảnh hưởng bởi lạm phát cao. Nhu cầu mua sắm những mặt hàng không thiết yếu như dệt may, giày dép, đồ gỗ mỹ nghệ (các mặt hàng chiếm tổng tỷ trọng lên tới trên 40% giá trị hàng xuất khẩu tại hai thị trường này) bị ảnh hưởng nặng. Tuy nhiên, tốc độ sụt giảm đã có những tín hiệu chứng lại ở hai thị trường Mỹ và Châu Âu (hình 7).
- Tín hiệu phần nào tích cực hơn tại thị trường nội Á mà trong đó Trung Quốc thời kỳ mở cửa là nhân tố chính thúc đẩy toàn khu vực. Ước tính giá trị XK hàng container của Q2-FY23 qua Trung Quốc đạt 6,5 tỷ USD (+8% YoY), đóng góp chính bởi sự tăng trưởng mạnh mẽ ở nhóm hàng máy vi tính, sản phẩm linh kiện, điện tử (khoảng 45% giá trị được vận chuyển bằng đường biển). Ngoài ra, các mặt hàng rau quả, và giày dép có tỷ trọng tương ứng là 11% và 7% cũng có đóng góp đáng kể khi lần lượt tăng trưởng 150% và 16% svck.

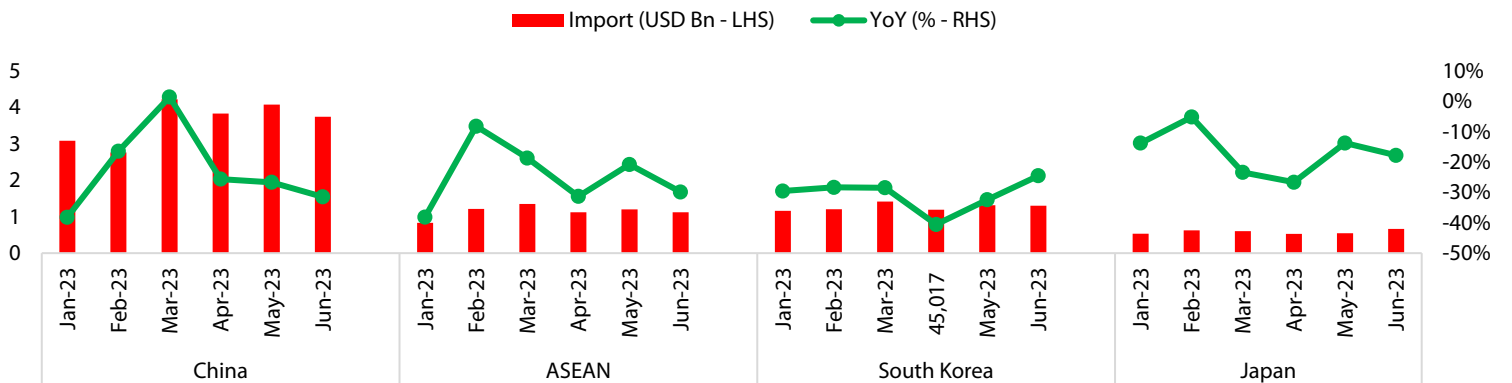
Đặc điểm các công ty sản xuất tại Việt Nam sẽ nhập khẩu nguyên liệu sản xuất để gia công sau đó mang đi xuất khẩu. Sự sụt giảm giá trị/đơn hàng xuất khẩu cũng khiến cho giá trị hàng hóa nhập khẩu giảm sâu. Lũy kế 6T2023, ba thị trường nhập khẩu chính của Việt Nam là Trung Quốc, Hàn Quốc và khối ASEAN (thị phần nhập khẩu tương ứng là 35%, 12% và 11%) tiếp tục tăng trưởng âm, và chưa có tín hiệu hồi phục trong những tháng gần đây (hình 8).

Hình 7: Ước tính giá trị xuất khẩu hàng hóa container thông qua đường biển của Việt Nam với các đối tác thương mại



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Ước tính giá trị nhập khẩu hàng hóa container thông qua đường biển của Việt Nam với các đối tác thương mại

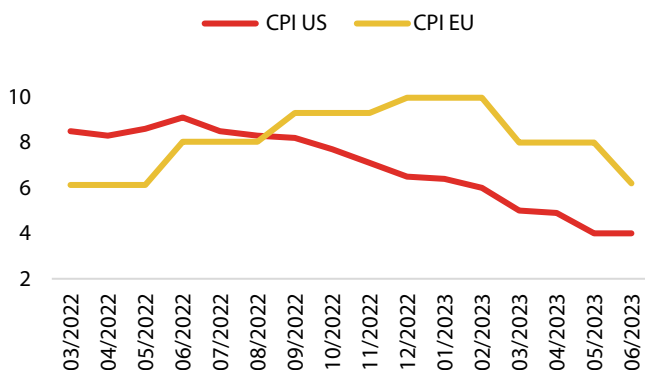


Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Chỉ số PMI tháng 6/2023 của Việt Nam là 46,2 vẫn nằm ở dưới mức 50 điểm tháng thứ tư liên tiếp (hình 11), cho thấy sức khỏe của ngành sản xuất tiếp tục suy giảm. Trong đó, đơn đặt hàng mới vẫn còn yếu.

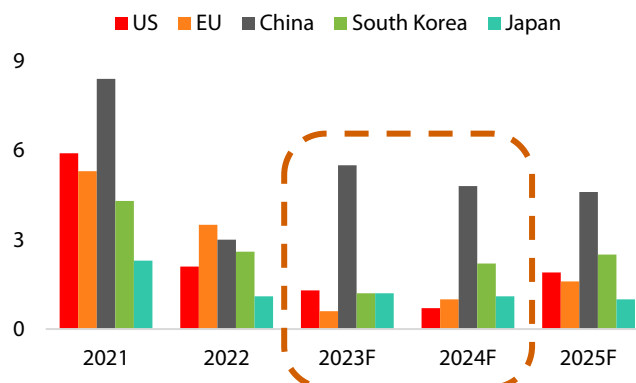
- Chỉ số CPI của Mỹ và EU giảm mạnh (hình 9), chủ yếu do giá nhiên liệu thấp hơn, nhưng các chi phí khác như thuê nhà, thực phẩm vẫn tăng khá cao và chiếm phần lớn trong cơ cấu thu nhập của người tiêu dùng (chiếm tỷ trọng lần lượt là 35%/13% trong rổ hàng hóa tính CPI của Mỹ và 7%/14% trong rổ hàng hóa tính CPI của EU). Do đó, người tiêu dùng tại các thị trường này vẫn sẽ ưu tiên cho các chi tiêu mang tính thiết yếu so với chi tiêu cho những hàng hóa tiêu dùng lâu bền như dệt may, túi xách, đồ gỗ nội thất - những mặt hàng xuất khẩu chính của Việt Nam sang thị trường Âu - Mỹ. Nhu cầu thương mại vẫn còn khá yếu tại Mỹ và Châu Âu khiến cho sản lượng tại khu vực phía Nam sẽ tăng trưởng âm hai chữ số trong năm nay.
- Ngược lại, Trung Quốc được xem là nhân tố chính sẽ hỗ trợ tăng trưởng sản lượng cho cụm cảng phía Bắc. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa khu vực Hải Phòng sẽ duy trì tăng trưởng dương trong năm nay khi các hãng tàu cơ cấu lại số tuyến/số chuyến và nhu cầu về hàng hóa thiết yếu tại thị trường Trung Quốc (hàng rau quả và thủy sản chiếm tỷ trọng lần lượt 11% và 5% tổng giá trị xuất khẩu sang thị trường này) tăng lên vào Q4-FY23 do (1) tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ của ngành dịch vụ ăn uống tại Trung Quốc sau giai đoạn mở cửa trở lại và (2) chuẩn bị hàng tồn kho cho giai đoạn Tết Nguyên Đán vào Q1-FY24.

Hình 9: Chỉ số giá tiêu dùng chưa thật sự hạ nhiệt



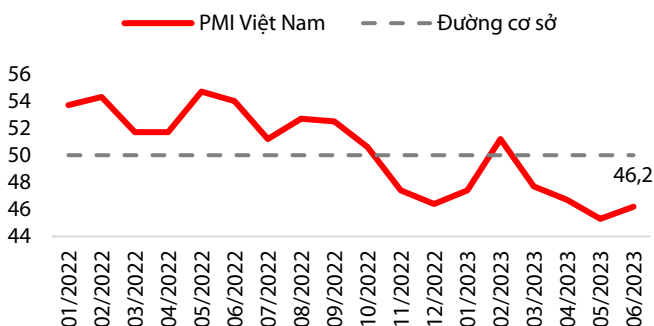
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Ngoại trừ Trung Quốc, các thị trường XK chính đều được dự báo tăng trưởng chậm trong năm 2023 (% YoY)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Ngành công nghiệp sản xuất còn khá yếu khi đơn hàng mới giảm tháng thứ tư liên tiếp



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Dự phóng 2023F - 2024F

Bảng 3: Dự phóng

Đơn vị: Tỷ đồng	2023F	+/- YoY %	2024F	+/- YoY %	Giải định
Doanh thu	3.781	-3%	4.268	13%	
					Cho năm 2023
					- Dự phóng sản lượng cụm cảng Hải Phòng đạt 1.145 nghìn TEU (+5% YoY) với đóng góp chính bởi cảng NĐV, duy trì ở mức đi ngang svck nhờ việc hãng tàu thay đổi hải trình và cảng duy trì 18 chuyến mỗi tuần. - Dự phóng sản lượng khu vực miền Nam đạt 683 nghìn TEU (-18% YoY) (không bao gồm GML) bị ảnh hưởng nặng nề bởi khu vực miền Nam là nơi gom hàng của các tàu Feeder cho cảng GML. - Tăng giá cước dịch vụ xếp dỡ container tại khu vực NĐV hỗ trợ doanh thu không giảm quá nhanh.
					Cho năm 2024
					- Dự phóng sản lượng cụm cảng Hải Phòng đạt 1.285 nghìn TEU (+12% YoY) nhờ nền kinh tế toàn cầu khôi phục và giải định sẽ có thêm một tuyến dịch vụ từ hãng tàu khi du địa tăng trưởng đối đảo, qua đó nâng số chuyến tàu lên 19 chuyến mỗi tuần. - Dự phóng sản lượng khu vực miền Nam đạt 738 nghìn TEU (+8% YoY) được hưởng lợi từ sự hồi phục tại cảng GML.
Xếp dỡ container	3.011	-2%	3.417	13%	
					Cho năm 2023
					Doanh thu giảm nhẹ dựa trên giả định giảm giá cước dịch vụ hậu cảng.
					Cho năm 2024
					- Doanh thu logistic tăng trưởng nhờ sản lượng hồi phục theo nhu cầu giao thương hàng hóa. - Các sà lan cho thuê dài hạn với giá cước cao sẽ kéo dài hết năm 2024.
Logistics	768	-5%	850	11%	
Lợi nhuận gộp	1.621	-6%	1.871	15%	
Chi phí bán hàng và quản lý	537	-19%	580	8%	
EBIT	1.084	3%	1.291	19%	
Thu nhập tài chính	2.030	25%	20	-33%	Ghi nhận lợi nhuận 2.000 tỷ đồng do thoái vốn tại NHĐV.
Chi phí tài chính	131	-21%	103	-21%	
					Cho năm 2023
					- Dự phóng sản lượng container của GML đạt 920 nghìn TEU (-20% YoY) do nhu cầu giao thương sang hai thị trường Mỹ và Châu Âu còn yếu. - Giải định sẽ thanh toán 1.000 tỷ đồng khoản vay có lãi suất cao bằng nguồn tiền thu được từ thoái vốn NHĐV làm giảm áp lực từ chi phí tài chính. - Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết giảm mạnh bởi GML dự kiến lỗ 9 tỷ đồng trong năm 2023 (năm 2022 ghi nhận lãi 82 tỷ đồng) do Q1-FY23 lỗ tương đối lớn.
					Cho năm 2024
					- Dự phóng sản lượng container của GML đạt 966 nghìn TEU (+5% YoY), mức tăng trưởng đến từ sự hồi phục trong nhu cầu tiêu dùng tại hai thị trường Mỹ và Châu Âu. - GML áp lực chi phí tài chính quay trở lại khi GML vay nợ thêm khoảng 4.500 tỷ đồng cho dự án GML giai đoạn 2. - Dự phóng ghi nhận khoản lỗ 75 tỷ đồng từ GML, nhưng lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết vẫn tăng trưởng tốt nhờ sự phục hồi của các công ty liên doanh liên kết khác.
Lãi (lỗ) từ công ty liên doanh, liên kết	270	-35%	309	14%	
LNTT	3.215	146%	1.470	-54%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	238	42%	318	34%	
LNST cổ đông công ty mẹ	2.396	141%	934	-61%	
LNST loại trừ lãi bán khoản đầu tư	796	-20%	934	17%	
EPS (đồng)	7.313	122%	2.853	-61%	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá tổng các thành phần (SOTP) đưa giá mục tiêu một năm là **63.400 VNĐ/cổ phiếu** cho cổ phiếu GMD. Kết hợp với **cổ tức 2.000 VNĐ**, tương đương với **tỷ suất sinh lời kỳ vọng là 11%**. Dự địa tăng giá tương đối lớn thể hiện góc nhìn lạc quan của chúng tôi dành cho GMD dựa trên triển vọng của hai cụm cảng chính:

- Cụm cảng Hải Phòng được dự báo sẽ cải thiện hiệu quả hoạt động bởi (1) doanh thu tăng trưởng dương nhờ nâng cao công suất khai thác và (2) tối ưu được chi phí như đã trình bày phía trên.
- Dù cho sản lượng container thông qua cảng GML được dự báo sẽ tăng trưởng âm hai chữ số trong năm nay nhưng nhờ nguồn tiền thu được từ việc thoái vốn cảng NHĐV có thể được dùng để thanh toán các khoản vay lãi suất cao tại GML, từ đó những áp lực từ chi phí tài chính tác động lên KQKD của GML sẽ được giảm bớt. Điều này sẽ giúp cho GML bớt lỗ hơn so với dự phóng ban đầu trong giai đoạn triển khai GML giai đoạn 2 (dự án có tổng vốn đầu tư là 300 triệu USD và vốn vay có thể lên tới 70%, sẽ dự kiến triển khai từ năm 2024).

Bảng 4: Tổng hợp định giá

Khối/mảng hoạt động	Phương pháp	Giá trị VCSH (Tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu của GMD	Chiết khấu	Giá trị đóng góp
1. Cảng biển và logistics	FCFF (WACC: 10,8%, g: 1%)	9.747		0%	9.747
2. Logistics & Shipping JVs		16.166			8.287
SCSC	P/E & FCFE	7.187	36,6%	0%	2.630
CJ GMD Logistics	P/E (@10x 2023F EPS)	845	49,1%	0%	415
CJ GMD Shipping	Giá trị sổ sách	393	51,0%	0%	200
Gemalink	FCFF (WACC: 10,1%, g: 1%)	7.741	65,1%	0%	5.042
3. Non-operating assets		1.735			1.084
Các khoản đầu tư vào công ty khác	Giá trị sổ sách	432		0%	432
Các công ty cao su	Giá trị sổ sách	1.302	100%	50%	651
Tổng cộng					19.118
Số lượng CPLH					301,4
Giá mục tiêu					63.400
2023F P/E tại giá mục tiêu					8,6x
2024F P/E tại giá mục tiêu					21,3x

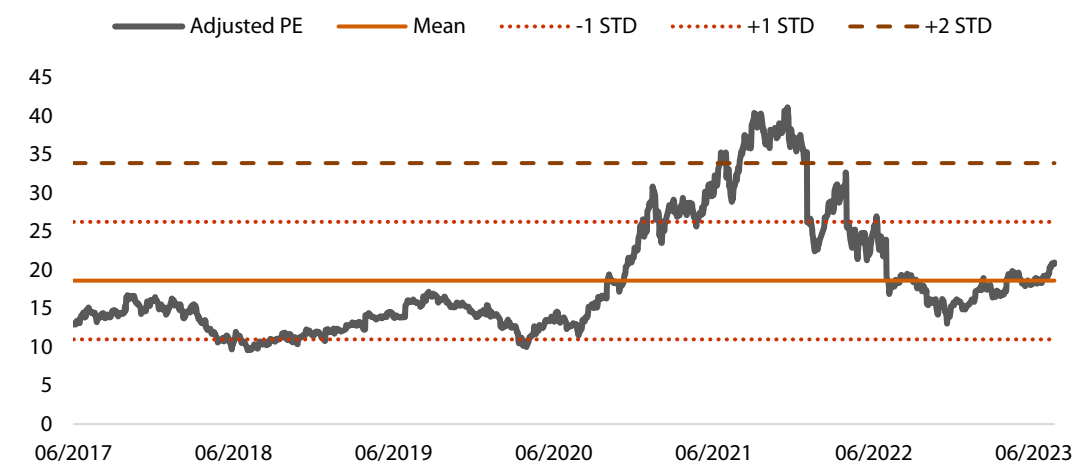
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 5: Chỉ số định giá các công ty cùng ngành

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu 2022 (triệu USD)	LNTT 2022 (triệu USD)	Tỷ suất cổ tức (%)	2022 ROE (%)	2022 ROA (%)	Trailling (x)		
								P/E	P/B	EV/EBITDA
PHP	VN	344	46	12	1,7	26,3	19,5	13,8	1,6	5,3
PDN	VN	204	100	38	1,9	13,1	9,2	22,5	5,5	7,5
VSC	VN	183	25	15	2,8	20	18,4	17,1	1,6	N/A
SGP	VN	155	51	14	N/A	17,1	13,9	18,3	1,4	8,6
CDN	VN	110	11	5	5,7	13,6	12,7	9,5	1,6	5,6
DVP	VN	101	86	20	10,9	9,4	6,5	6,4	1,6	3,0
CLL	VN	54	5	2	6,6	6,2	6	13,9	1,9	5,6
DXP	VN	29	48	10	0	7,9	3,6	13,2	0,8	6,8
Trung vị		133	47	13	2,4	13,4	11,0	13,9	1,6	5,6
Trung bình		148	47	15	3,7	14,2	11,2	14,3	2,0	5,3
GMD	VN	730	167	55	2,1	12,1	7,4	20,4	2,4	11,5

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, dựa trên mức giá đóng cửa ngày 24/07/2023

Hình 12: Định giá P/E điều chỉnh của GMD



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Tỷ đồng					Tỷ đồng				
KQ HKKD	2021A	2022A	2023F	2024F	Bảng CĐKT	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần	3.206	3.898	3.781	4.268	Tiền	637	1.364	1.105	320
Giá vốn	2.061	2.180	2.160	2.398	Đầu tư ngắn hạn	52	82	93	93
Lãi gộp	1.145	1.718	1.621	1.871	Khoản phải thu	842	868	917	993
Chi phí bán hàng	163	142	165	171	Hàng tồn kho	69	83	75	83
Chi phí quản lý	295	524	372	409	Tài sản ngắn hạn khác	91	222	215	243
Thu nhập từ HĐTC	40	24	2.030	20	Tài sản cố định hữu hình	4.631	5.791	5.445	5.857
Chi phí tài chính	108	166	131	103	Tài sản cố định vô hình	476	448	416	384
Lợi nhuận khác	-55	0	0	0	Đầu tư dài hạn	2.836	3.065	4.128	5.485
Lợi nhuận trước thuế	806	1.308	3.215	1.470	Tài sản dài hạn khác	1.105	1.108	792	762
Thuế TNDN	85	147	581	218	Tổng tài sản	10.738	13.031	13.186	14.220
Lợi ích cổ đông thiểu số	117	167	238	318	Khoản phải trả	1.351	2.604	1.467	1.620
Lợi nhuận sau thuế	605	994	2.396	934	Vay và nợ ngắn hạn	860	543	458	603
EBIT	687	1.051	1.084	1.291	Vay và nợ dài hạn	1.061	1.486	1.035	997
EBITDA	1.066	1.445	1.497	1.729	Vay và nợ khác	363	386	386	386
				%	Quỹ khen thưởng phúc lợi	57	63	192	75
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2021A	2022A	2023F	2024F	Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
Tăng trưởng (%)					Tổng nợ	3.692	5.083	3.538	3.681
Doanh thu	23,0	21,6	-3,0	12,9	Vốn đầu tư của CSH	4.956	4.956	4.956	4.956
Lợi nhuận HKKD	21,4	35,5	3,6	15,5	Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
EBITDA	45,9	53,0	3,1	19,1	Lợi nhuận giữ lại	654	1.227	3.020	3.593
Lợi nhuận sau thuế	63,0	64,3	141,0	-61,0	Thu nhập khác	549	590	590	590
Tổng tài sản	9,2	21,4	1,2	7,8	Quỹ đầu tư và phát triển	153	153	153	153
Vốn chủ sở hữu	6,9	9,7	25,9	6,6	Tổng vốn	6.312	6.926	8.719	9.292
					Lợi ích cổ đông thiểu số	734	1.022	929	1.248
Khả năng sinh lợi (%)									
LN gộp/Doanh thu	35,7	44,1	42,9	43,8	Chỉ số định giá	2021A	2022A	2023F	2024F
EBITDA/Doanh thu	33,3	37,1	39,6	40,5	EPS (đồng)	2.007	3.298	7.313	2.853
EBI/DoanhThu	21,4	27,0	28,7	30,2	P/E (x)	24,7	13,8	7,3	18,8
LNST/Doanh thu	18,9	25,5	63,4	21,9	BV (đồng)	20.942	22.981	28.930	30.831
ROA	5,6	7,6	18,2	6,6	P/B (x)	2,1	1,7	1,8	1,7
ROE	8,1	10,6	9,6	10,8	DPS (đồng/cp)	1.200	2.000	1.200	1.200
Hiệu quả hoạt động				(lần)	Tỷ suất cổ tức (%)	2,4%	4,4%	2,2%	2,2%
Vòng quay kh, phải thu	3,8	4,5	4,1	4,3	MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá	Tỷ trọng	Bình quân	
Vòng quay HTK	29,9	26,4	28,9	28,9	SOTP	63.400	100%	63.400	
Vòng quay kh, phải thu	1,5	0,8	1,5	1,5	Giá mục tiêu (đồng)		100%	63.400	
Khả năng thanh toán				(lần)					
Hiện hành	0,8	0,8	1,2	0,8	LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	GIÁ	KHUYẾN NGHỊ	THỜI HẠN	
Nhanh	0,7	0,8	1,2	0,7	02/2023	63.000	MUA	1 năm	
Cấu trúc tài chính (%)					07/2023	63.400	TÍCH LŨY	1 năm	
Tổng Nợ / VCSH	30,4	29,3	17,1	17,2					
Vay ngắn hạn/VCSH	13,6	7,8	5,3	6,5					
Nợ dài hạn / VCSH	16,8	21,5	11,9	10,7					

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi,

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,,,,, cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng,

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần,

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Trần Hà Xuân Vũ Senior Manager

vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1512)
• Dầu khí
• Phân bón

Đỗ Thanh Tùng Manager

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Hàng không
• Logistics
• Thị trường

Nguyễn Thị Ngọc An Senior Analyst

an.ntn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Thực phẩm & Đồ uống
• Ô tô & Phụ tùng

Đỗ Thạch Lam Senior Analyst

lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Bất động sản

Lê Tự Quốc Hưng Analyst

hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Thị trường
• BĐS Khu công nghiệp

Nguyễn Hồng Loan Analyst

loan.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ
• Thủy sản
• Thực phẩm & Đồ uống

Nguyễn Đặng Chính Analyst

chinh.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Ngân hàng

Cao Ngọc Quân Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Dược

Trịnh Thị Thu Hoài Analyst

hoai.ttt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Dệt may
• Tiện ích công cộng

Trần Thị Hà My Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Kinh tế vĩ mô

Bernard Lapointe Senior Consultant

bernard.lapointe@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Nguyễn Hà Trinh Senior Consultant

trinh.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Ngọc Hà Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Bùi Đặng Cát Khánh Assistant

khanh.bdc@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Lầu 1-2-3-4, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM
T (+84) 28 6299 2006 E info@vdsc.com.vn
F (+84) 28 6291 7986 W www.vdsc.com.vn
MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội
T (+84) 24 6288 2006
F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa
T (+84) 25 8382 0006
F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ
T (+84) 29 2381 7578
F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

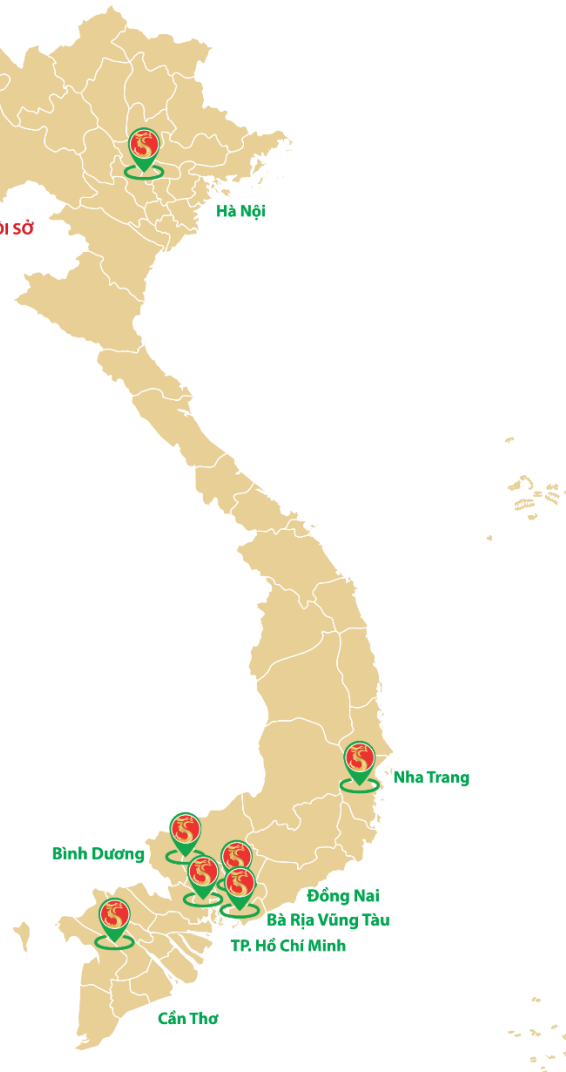
Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương
T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Toà nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai
T (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này,

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này,

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2023.**