Ngành: Cảng biển| BSC RESEARCH

KHUYẾN NGHỊ THEO DÕI

CTCP GEMADEPT (HSX: GMD)
MỨC TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN CAO TRONG NĂM 2022 SẼ KHÔNG DUY TRÌ TRONG NĂM 2023

Giá hiện tại:	**48,500**	Ngày viết báo cáo:	10/10/2022	**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG**	
Giá mục tiêu trước đây		Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	301	KOREA INVESTMENT MGM	4.9%
Giá mục tiêu mới:	**53,500**	Vốn hóa (tỷ VND)	14,014	MIRAE ASSET GLOBAL	0.8%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân:	3,182,953	JP MORGAN CHASE	0.8%
Tiềm năng tăng giá	**10%**	Sỡ hữu nước ngoài	45.13%	JIH SUN INVESTMENT	0.8%

Bộ phận Research:

Phạm Quang Minh (Hàng không, Cảng biển)

minhpq@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu **GMD** với giá trị hợp lý năm 2023 là **53,500 VNĐ/CP** (Upside **10%** so với giá đóng cửa ngày 10/10/2022), dựa trên phương pháp P/E mục tiêu = 16.25x. Mức định giá P/E mục tiêu được dựa trên **(1)** P/E trung bình năm 2019 = **17.1x** với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi GMD (+7-10% yoy), và **(2)** áp dụng mức chiết khấu 5% cho rủi ro về sản lượng trong năm 2023. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** do lo ngại đà tăng tưởng sản lượng sẽ chậm lại trong thời gian tới. Mức Upside **10%** chủ yếu đến từ giá cổ phiếu GMD đã giảm mạnh trong bối cảnh thị trường chung điều chỉnh kể từ T5.2022

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2022, BSC dự báo GMD ghi nhận DTT = 3,667 tỷ VND (+14% yoy), NPATMI = 953 tỷ VND (+56% yoy), tương đương EPS FWD = 3,161 VND/CP, P/E FWD = 15.4x.

Trong năm 2023, BSC dự báo GMD ghi nhận DTT = 3,797 tỷ VND (+4% yoy), NPATMI = 990 tỷ VND (+4% yoy), tương đương EPS FWD = 3,286 VND/CP, P/E FWD = 14.8x**,** dựa trên các giả định chính năm 2023 như sau:

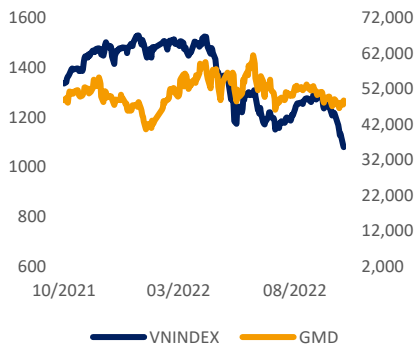
- **Sản lượng hàng hóa +1.3% yoy trong năm 2023**, đóng góp bởi NDV +10% yoy (với giả định NDV 2 sẽ nhận 1 tuyến dịch vụ từ Q3.2022), Nam Hải -4%, Nam Hải Đình Vũ -4% yoy và Phước Long ICD –Bình Dương +2% yoy. Tốc độ tăng trưởng sản lượng thấp hơn so với năm 2022 là +5.8% yoy do kinh tế toàn cầu chậm lại, cạnh tranh cao tại khu vực Hải Phòng.
- **Giá bán dịch vụ tăng +1% yoy** trong năm 2023.
- **Doanh thu Logisitcs giả định + 10% yoy** trong năm 2023 – tương đương tăng trưởng trung bình mảng Logistics trong quá khứ.
- **Trong năm 2023, biên lợi nhuận gộp = 35.9%, giảm 0.3 điểm % so với năm 2022** dựa trên giả định chi phí dịch vụ mua ngoài/SL – 3% yoy do giá dầu hạ nhiệt, chi phí khấu hao + 100 tỷ VNĐ do dự án NĐV 2 đi vào hoạt động.
- **Chi phí lãi vay = 161 tỷ VNĐ (+44% yoy) năm 2023** dựa trên giả định vay mới 750 tỷ VND để đầu tư thiết bị cho NDV GĐ 2, lãi suất +1 điểm %. **Lãi từ CTLK = 555 tỷ VNĐ (+10% yoy),** đóng góp chính bởi dự án GML (205/232 tỷ VNĐ) và SCS (222/244 tỷ VNĐ).

TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2023: **Trong năm 2023, tăng trưởng lợi nhuận sẽ chậm lại** do **(1)** việc lấp đầy NDV 2 gặp khó khăn khi kinh tế toàn cầu suy thoái, cạnh tranh cao tại Hải Phòng quay trở lại và **(2)** dự án GML 2 chưa đi vào hoạt động, trong khi, giai đoạn 1 đã đầy công suất.

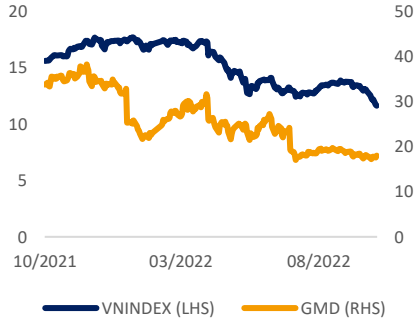
CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

- **Trong 1H.2022 GMD ghi nhận DTT = 1,858 tỷ VNĐ (+29% yoy), NPATMI = 562 tỷ VNĐ (+95% yoy). Trong đó, DTT cảng = 1,536 tỷ VNĐ (+24%) nhờ:** Giá dịch vụ +19% yoy, chủ yếu đến từ giá dịch vụ tại bãi tăng do thiếu Container rỗng, Sản lượng +5% yoy. **2. DTT mảng logistics = 322 tỷ VNĐ** (+61% yoy), do (1) giá dịch vụ Logisitics tăn, (2) mở rộng HĐKD
- **Lãi từ CTLK +143% yoy,** tăng chủ yếu từ Gemalink, SCS. Trong Q2.2022 Gemalink - 21% qoq, trong khi sản lượng + 1.3% qoq, do chi phí dịch vụ mua ngoài tăng do giá dầu tăng.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



sChỉ số	2021	2022F	Peer	VN-Index
PE (x)	24.6	15.4	9.7	11.8
PB (x)	2.1	1.5	1.6	1.8
ROE (%)	6%	9%	16.4%	15.4%
ROA (%)	4%	6%	12.9%	2.5%

KQKD	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	2,606	3,206	3,667	3,797
Lợi nhuận gộp	950	1,142	1,326	1,363
NPATMI	371	612	953	990
EPS	1,231	2,031	3,161	3,286
Tăng trưởng EPS	-29%	65%	56%	4%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 1H.2022

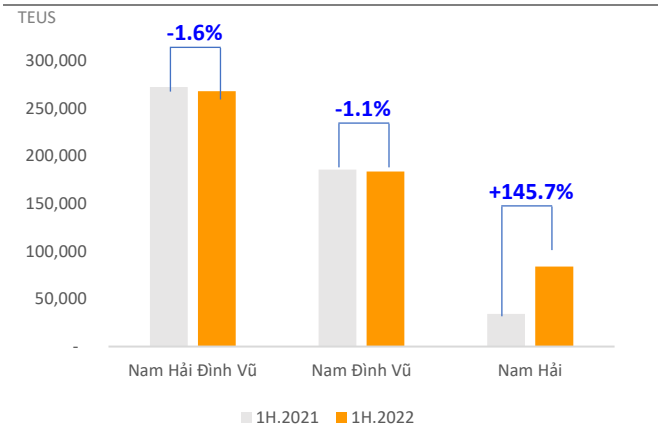
Hình 1: Cập nhật KQKD của GMD trong 1H.2022

GMD_Tỷ VNĐ	Q2.2021	Q2.2022	% QoQ	% YoY	1H.2021	1H.2022	% YoY	Nhận xét
Doanh thu	**752**	**978**	**11%**	**30%**	**1,439**	**1,858**	**29%**	**Trong 1H.2022, GMD ghi nhận DTT = 1,858 tỷ VNĐ (+29% yoy), NPATMI = 562 tỷ VNĐ (+95% yoy). Trong đó:**
Khai thác cảng	657	800	9%	22%	1,239	1,536	24%	
Logistics, thuê VP	95	178	24%	88%	200	322	61%	
Sản lượng cảng	**518,008**	**502,484**	**36%**	**-3%**	**940,378**	**982,991**	**5%**	**1. DTT mảng khai thác cảng = 1,536 tỷ VNĐ (+24%) nhờ:**
Nam Hải Đình Vũ	135,392	130,883	-4%	-3%	272,062	267,803	-2%	**+** Giá dịch vụ +19% yoy, chủ yếu đến từ giá tại bãi tăng do thiếu Container rỗng.
Nam Đình Vũ	100,166	87,769	-8%	-12%	185,650	183,664	-1%	
Nam Hải	24,205	42,579	3%	76%	34,115	83,824	146%	+ Sản lượng +5% yoy.
Bình Dương	258,245	241,253	152%	-7%	448,551	447,700	0%	
Phước Long ICD	**518,008**	**502,484**	**36%**	**-3%**	**940,378**	**982,991**	**5%**	**2. DTT mảng logistics = 322 tỷ VNĐ** (+61% yoy). Theo Ban lãnh đạo chia sẻ, nguyên nhân đến từ **(1)** mở rộng HĐKD, **(2)** giá dịch vụ tăng.
Giá bán(Triệu VND/TEUS)	1.27	1.59		26%	1.32	1.56	19%	
Lãi gộp	**319**	**436**	**24%**	**37%**	**578**	**788**	**36%**	
Khai thác cảng	289	347	18%	20%	518	641	24%	**- Chi phí tài chính +22% yoy** do mức nền thấp năm 2021 từ hoàn nhập dự phòng đầu tư tài chính.
Logistics, thuê VP	30	89	54%	193%	61	147	142%	
TN tài chính	9	4	-6%	-55%	31	8	-73%	- **Chi phí SG&A** vẫn được kiểm soát ổn định so với cùng kỳ.
CP tài chính	(45)	(56)	74%	25%	(72)	(88)	22%	**-Lãi từ CTLK +143% yoy,** tăng chủ yếu từ Gemalink, SCS. Trong Q2.2022, LN từ Gemalink -21% QoQ, trong khi sản lượng + 1.3% QoQ, do chi phí dịch vụ mua ngoài tăng do giá dầu tăng.
Chi phí lãi vay	(30)	(32)	9%	9%	(59)	(62)	5%	
Lãi/(lỗ) từ CTLK	68	100	-20%	47%	93	226	143%	
SCS	51	53		4%	98	118	20%	
Gemalink	(2)	30			(37)	69		
Chi phí bán hàng	(39)	(35)	-12%	-11%	(74)	(74)	1%	
CP QLDN	(72)	(85)	20%	19%	(138)	(156)	13%	
Lãi từ HĐKD	**240**	**364**	**7%**	**51%**	**418**	**703**	**68%**	
Thu nhập khác, ròng	(44)	6	-46%	-114%	(30)	17	-157%	
EBT	196	370	6%	89%	388	720	86%	
Thuế	(18)	(36)	16%	101%	(38)	(67)	76%	
NPAT	178	334	5%	87%	350	653	87%	
Lợi ích CĐTS	37	46	2%	26%	61	92	49%	
NPATMI	142	288	5%	103%	289	562	95%	**Biên lợi nhuận gộp + 2% điểm** chủ yếu đến từ biên lợi nhuận mảng Logisiics cải thiện +16% điểm do tăng giá dịch vu.
Biên LN gộp	42%	45%			40%	42%		
Khai thác cảng	44%	43%			42%	42%		
Logisitcs, thuê VP	32%	50%			30%	46%		
Biên LN ròng	24%	34%			24%	35%		

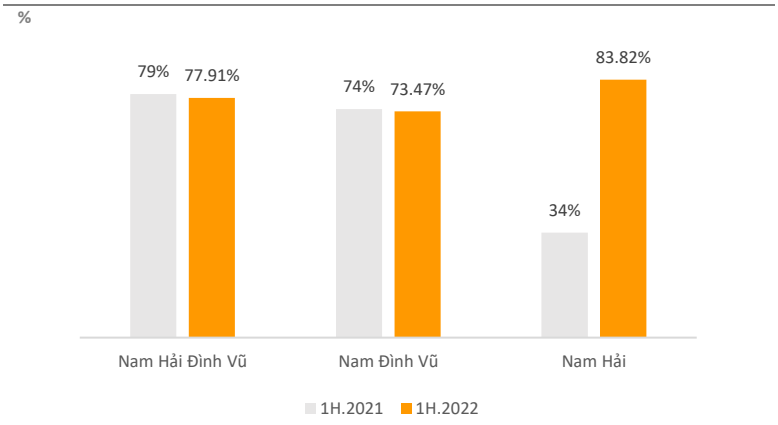
Nguồn: Báo cáo tài chính GMD

NHÓM CẢNG PHÍA BẮC – HIỆU SUẤT GIẢM DO KINH TẾ TOÀN CẦU CHẬM LẠI

Hình 2: Sản lượng các cảng phía Bắc trong 1H. 2022



Hình 3: Hiệu suất hoạt động các cảng phía Bắc trong 1H.2022



Nguồn: VINAMARINE, BSC Research tổng hợp

Kết thúc 1H.2022, hiệu suất các cảng phía Bắc đạt 77%, tăng +6 điểm % svck. Trong đó:

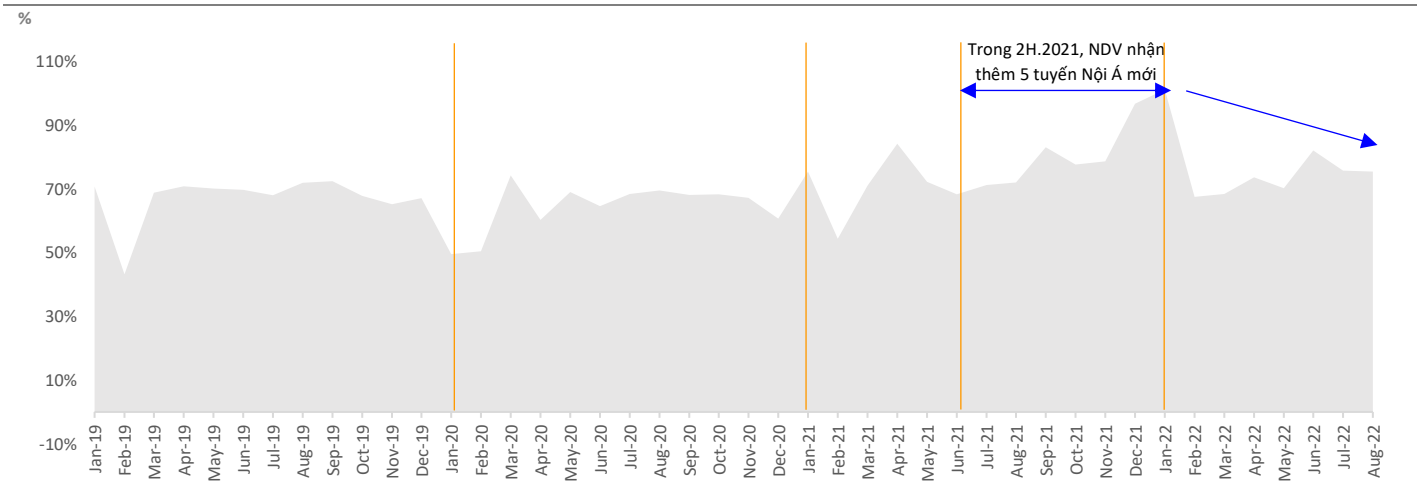
- **Hiệu suất Nam Hải + 50 điểm % svck,** nhờ cảng này nhận thêm các tuyến nội địa từ Nam Đình Vũ kể từ T5.2021.
- **Hiệu suất NDV tương đương svck.** Mặc dù Nam Đình Vũ bị điều chuyển các tuyến nội địa sang cho Nam Hải, nhưng cảng này cũng đã nhận thêm 5 tuyến Nội Á kể từ 2H.2021. Do vậy, sản lượng từ các tuyến mới này đã bù đắp cho phần sản lượng bị mất kể trên, giúp hiệu suất NDV duy trì ở mức 73% trong 1H.2022 – tương đương svck.
- **Hiệu suất NHDV tương đương svck** nhờ không có thêm các tuyến dịch vụ nào mới.

⇨ Như vậy, tính chung cả 3 cảng phía Bắc thì hiệu suất hoat động tăng + 6 điểm % svck, do đóng góp thêm của 5 tuyến nội Á mà NDV nhận được từ 2H.2021.

Hiệu suất cảng phía Bắc sụt giảm kể từ T3.2022. Trong 1H.2022, GMD không nhận thêm/ hay mất các tuyến dịch vụ nào tại các cảng phía Bắc. Mặc dù có yếu tố mùa vụ thấp điểm, nhưng BSC cho rằng nguyên nhân chính đến từ **(1)** Kinh tế toàn cầu bị chậm lại, **(2)** Trung Quốc bị lockdown đã ảnh hưởng tới chuỗi cung ứng.

Bước sang đầu Quý 3.2022, cả hai yếu tố kể trên vẫn chưa có tín hiệu cải thiện. BSC cho rằng tình trạng **(1)** kinh tế toàn cầu chậm lại bởi lạm phát cao, và **(2)** Trung Quốc duy trì chính sách Zero – Covid, sẽ kéo dài đến ít nhất hết năm 2022. Do vậy, BSC cho rằng yếu tố mùa vụ cuối năm nay sẽ ít có đột biến và dự báo hiệu suất cảng phía Bắc = 77% trong 2H.2022 – tương đương so với 1H.2022 (H=77%). **Tính cả năm 2022, BSC dự báo hiệu suất = 77.2%, tương ứng với sản lượng = 1.072 triệu TEUS (+5% yoy).**

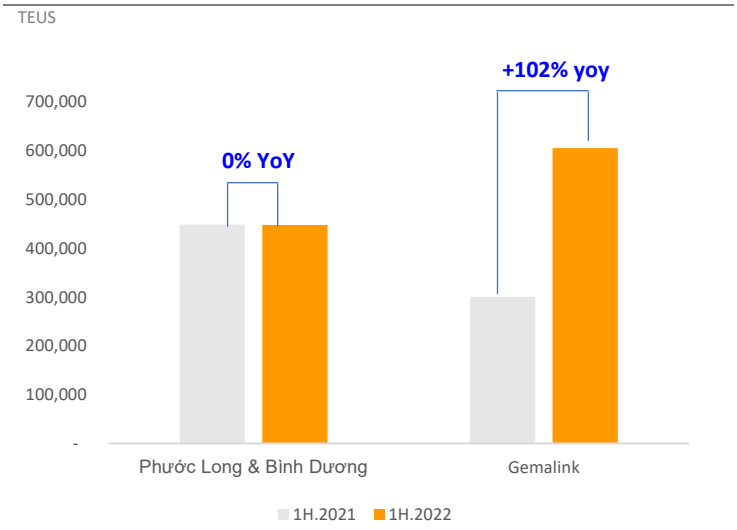
Hình 4: Hiệu suất hoạt động của các cảng phía Bắc của GMD



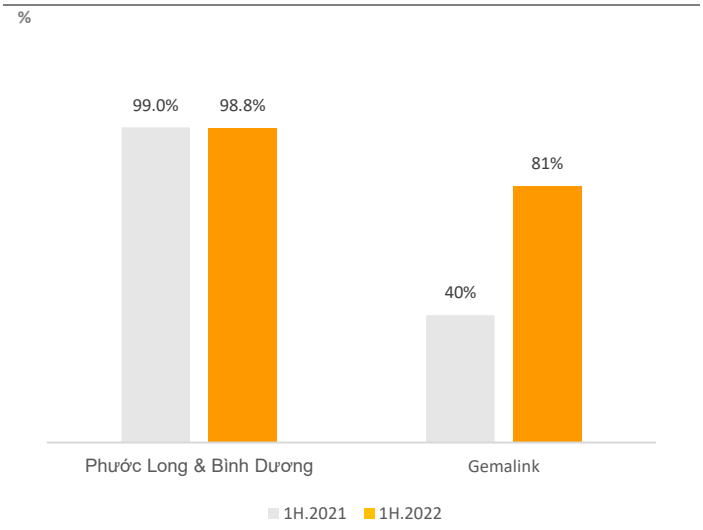
Nguồn: BSC Research tổng hợp

NHÓM CẢNG PHÍA NAM – GEMALINK CÓ THỂ ĐẨY CÔNG SUẤT TRONG QUÝ 3 DO NHẬN THÊM TUYẾN DỊCH VỤ MỚI

Hình 5: Sản lượng các cảng phía Nam trong 1H. 2022



Hình 6: Hiệu suất hoạt động các cảng phía Nam trong 1H.2022



Nguồn: VINAMARINE, BSC Research tổng hợp

Kết thúc 1H.2022:

- **Hiệu suất cảng Phước Long & Binh Dương tương đương svck** do đã chạy đầy công suất. BSC cho rằng 2 cảng này vẫn sẽ duy trì hiệu suất ở mức 95-100% trong 2H.2022 nhờ nguồn hàng ổn định từ khu vực Bình Dương.
- **Hiệu suất cảng Gemalink = 81%, tăng + 40 điểm %** nhờ phục vụ 5 tuyến dịch vụ so với cùng kỳ là 1-2 tuyến. Kể từ T7.2022, GML đã đón thêm tuyến dịch vụ AEU7 mới của COSCO đi Châu Âu, với tần suất 1 chuyến/tuần, và sản lượng = 8-10,000 TEUS/chuyến. BSC ước tính với tuyến dịch vụ mới này, hiệu suất GML sẽ tăng +20% trong Quý 3, và có thể chạy đầy công suất trong 2H.2022 (H=98-99%). **Tính chung cả năm 2022, BSC dự báo sản lượng GML đạt 90% công suất – tương đương 1.35 triệu TEUS (+69% yoy).**

CẬP NHẬT KHÁC

Trong 2H.2022, GMD có kế hoạch tăng vốn góp thêm 2,000 tỷ đồng (tương đương 66% vốn điều lệ hiện tại) thông qua phát hành quyền mua cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 3:1, giá dự kiến 20,000 VND/CP. Mục đích của đợt phát hành này chủ yếu đến từ bổ sung vốn cho NĐV giai đoạn 2 (800 tỷ VNĐ) và Gemalink GĐ 2 (1,000 tỷ đồng). Tỷ lệ lợi ích của GMD tại GML vẫn sẽ giữ ở mức 65.1% trong năm 2022 do các cổ đông còn lại cũng sẽ góp vốn theo tỷ lệ sở hữu tương ứng.

GML hiện đang triển khai dự án Gemalink giai đoạn 2 và Nam Đình Vũ giai đoạn 2 – dự kiến đi vào hoạt động kể từ 2023-2025. Chi tiết về tiến độ được cập nhật phía dưới

Hình 7: Cập nhật tiến độ dự án mới

TT	Dự án đầu tư	Công suất (TEUS)	TMĐT	Thời gian khởi công	Thời gian hoàn thành	Tiến độ
1	Gemalink GĐ 2	1,500,000	200 triệu USD	Quý 4/2022	2025	- Đang triển khai thiết kế và thu xếp vốn - Dự kiến khởi công vào Quý 4/2022, đi vào hoạt động 1 bến vào 2023.
2	Nam Đình Vũ GĐ 2	500,000	2,200 tỷ đồng	Quý 4/2021	Quý 1/2023	- Đã hoàn thành 50% tiến độ thi công, - Đã đặt mua 5 cẩu STS dự kiến bàn giao vào T11 –T3/2023.

Nguồn: GMD

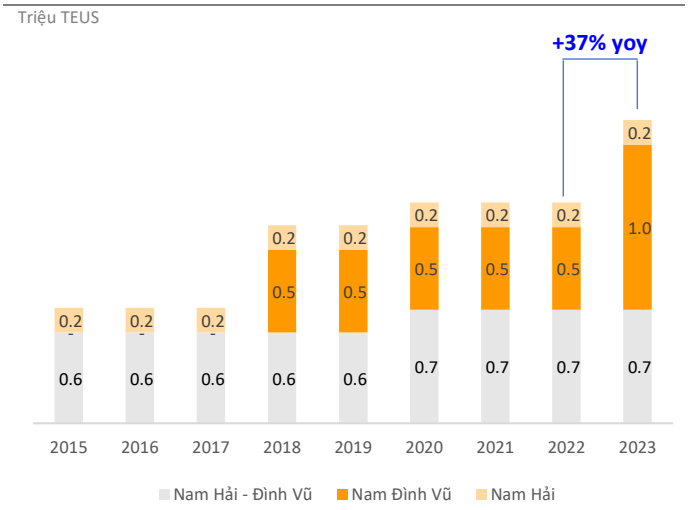
Trong dài hạn, GMD có kế hoạch sẽ thoái 24% vốn tại Gemalink và dự án cao su. Kế hoạch này đã được Ban lãnh đạo GMD lên từ lâu, tuy nhiên, tiến độ tương đối chậm. Riêng đối với GML, GMD mong muốn thoái vốn cho một hãng tàu. BSC cho rằng khó khăn lớn nhất của việc thoái vốn GML là phải cân bằng lợi ích giữa CMA –CGM, GMD và hãng tàu mới. Do vậy, lựa chọn tối ưu nhất là GMD có thể thoái vốn cho CMA – CGM.

II. TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2023

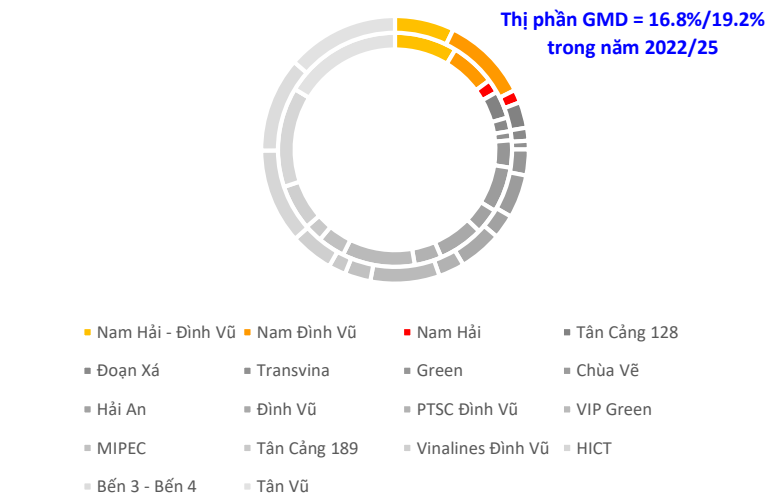
Trong giai đoạn 2023-2025, BSC cho rằng thị phần của GMD tại Hải Phòng và CM-TV sẽ gia tăng đáng kể nhờ cảng NDV 2 và GML 2 đi vào hoạt động:

1. **NDV 2 sẽ nâng tổng công suất cảng phía Bắc của GMD lên 1.8 triệu TEUS (+37% yoy), tăng +2.4 điểm % về thị phần cảng tại Hải Phòng năm 2023.** Dự án NDV giai đoạn 2 có công suất 500,000 TEUS, với tổng mức đầu tư = 2,200 tỷ VND, và được khởi công từ T12/2021. Tính đến hết Quý 2.2022, GMD đã hoàn thành 50% khối lượng thi công, dự kiến sẽ chạy thử vào cuối năm, và đi vào hoạt động vào đầu năm 2023.

Hình 8: Công suất các cảng của GMD tại Hải Phòng



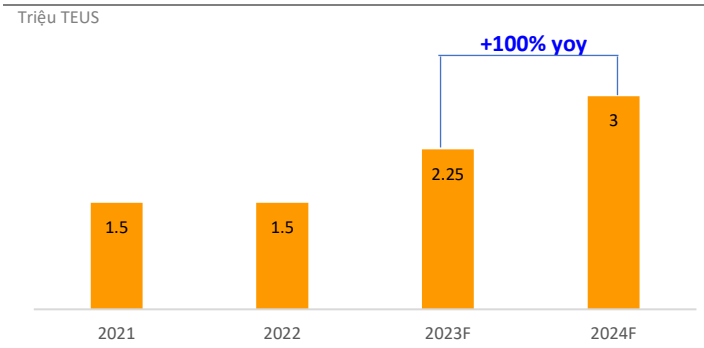
Hình 9: Thị phần cảng phía Bắc của GMD trong năm 2022 và 2025



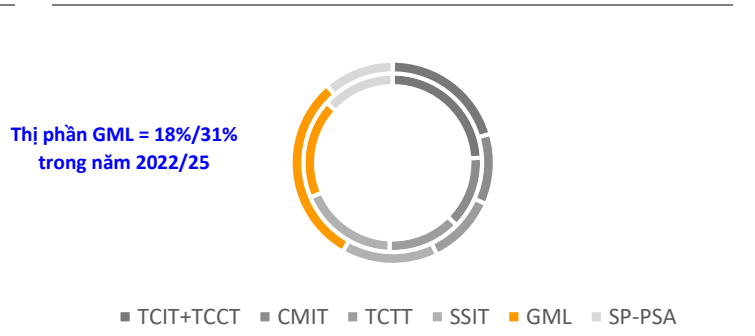
Nguồn: GMD, BSC Research tổng hợp

2. **GML 2 sẽ nâng tổng công suất GML lên 3 triệu TEUS (+100% yoy), tăng +13 điểm % về thị phần quy mô cảng tại CM-TV trong năm 2025.** Dự án GML 2 đang triển khai thiết kế, thu xếp vốn và thủ tục pháp lý chuyển đổi từ 900,000 TEUS lên 1,500,000 TEUS, dự kiến sẽ khởi công vào 2H.2022, với tổng mức đầu tư là 200 triệu USD (thấp hơn so với GĐ 1 là 300 triệu USD), dự kiến khai thác bến đầu tiên vào năm 2024. BSC dự báo tổng công suất GML lần lượt đạt 2.4/3 triệu TEUS vào năm 2024– 2025, chiếm lần lượt 25%/31% quy mô cảng biển tại CM-TV.

Hình 10: Công suất Gemalink tại Cái Mép – Thị Vải



Hình 11: Thị phần GML tại CMTV trong năm 2022 và 2025



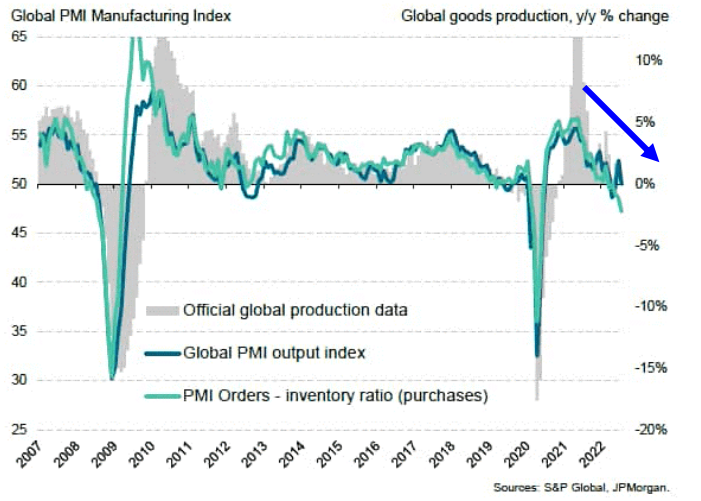
Nguồn: GMD, BSC Research tổng hợp

BSC đánh giá chiến lược mở rộng NDV 2 và GML 2 là cần thiết để giúp GMD gia tăng thị phần ở cả phía Bắc và phía Nam. Tuy nhiên, trong năm 2023, BSC cho rằng KQKD sẽ chưa phản ánh tương ứng ngay với kế hoạch mở rộng. **BSC cho rằng lợi nhuận sẽ tăng trưởng chậm lại trong thời gian tới do:**

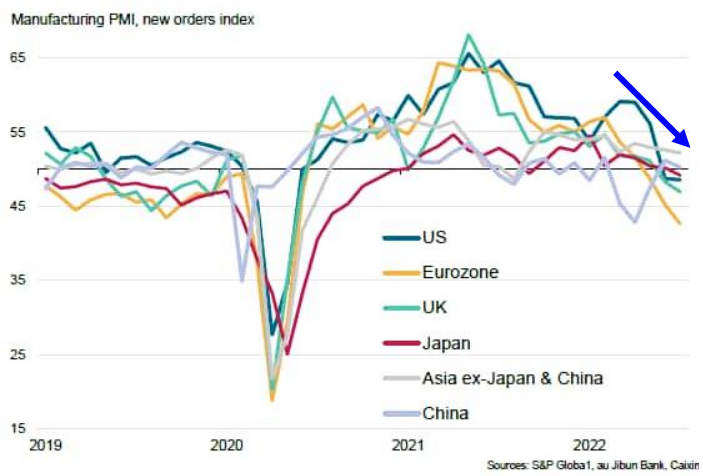
1. **BSC cho rằng việc lấp đầy dự án Nam Đình Vũ 2 sẽ gặp nhiều khó khăn khi:**

i) **Kinh tế toàn cầu nói chung đang có xu hướng chậm lại.** Tại T7-T8.2022, các chỉ số sản xuất toàn cầu nói chung như chỉ số PMI, chỉ số đơn hàng xuất khẩu mới, . . . , đều ghi nhận giảm về dưới mức trung bình. BSC cho rằng xu hướng các nền kinh tế giảm tốc sẽ kéo dài sang năm 2023 do lạm phát dự báo duy trì ở mức cao. Điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới nhu cầu mở các tuyến dịch vụ mới của hãng tàu.

Hình 12: % Thay đổi YoY Chỉ số PMI toàn cầu



Hình 13: Chỉ số đơn hàng xuất khẩu mới toàn cầu

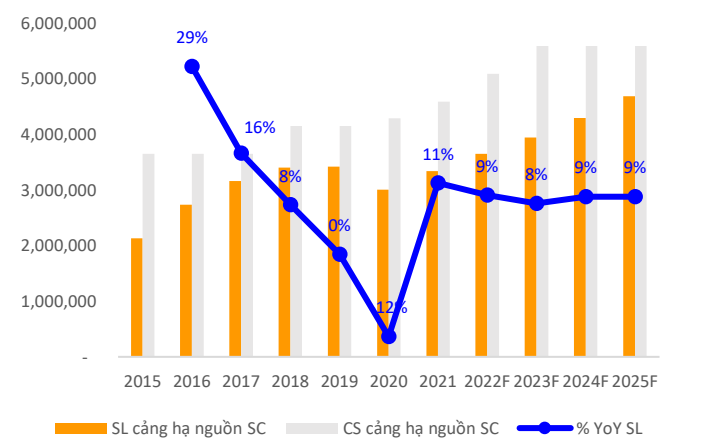


Nguồn: S&P Global, BSC Research tổng hợp

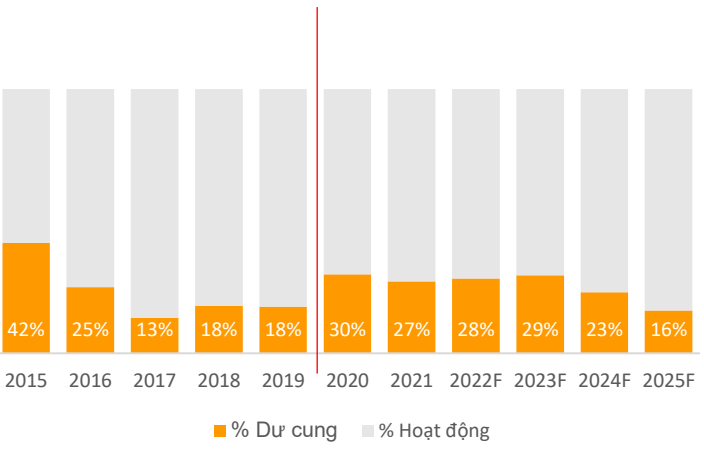
ii) **Cạnh tranh sẽ quay trở lại trong năm 2023 do khu vực Hải Phòng vẫn dư cung:**

- **Tình trạng dư cung đã trầm trọng hơn từ năm 2020 do MIPEC và VIMC Đình Vũ đi vào hoạt động.** BSC ước tính tổng công suất cảng hạ nguồn sông Cấm + 3% YoY/+7% YoY trong năm 2020/2021 do bổ sung 2 cảng kể trên vào hệ thống cảng sông Cấm. Nếu loại trừ các cảng thượng nguồn, và Lạch Huyện do khác phân khúc cạnh tranh (tàu mẹ/tàu hàng rời), thì BSC ước tính kể từ năm 2020, các cảng tại khu vực Hải Phòng đang hoạt động dư cung ≈**30%** công suất (+ 10 điểm % so với năm 2019).
- **Trong khi đó, BSC cho rằng GMD không có lợi thế cạnh tranh thực sự khác biệt nào - so với 2 cảng mới là MIPEC và VIMC Đình Vũ.** Ngoại trừ VIP Green Port có lợi thế đến từ cổ đông là EverGreen, thì các cảng còn lại ở hạ nguồn sông Cấm đang cạnh tranh với nhau chủ yếu về giá là chính. Vì vậy, với việc **(1)** tình trạng dư cung vẫn trầm trọng, **(2)** GMD không có lợi thế đặc biệt nào, BSC cho rằng GMD sẽ chịu áp lực cạnh tranh gay gắt hơn trong năm 2023.

Hình 14: Dự báo sản lượng/công suất cảng hạ nguồn sông Cấm



Hình 15: Tình trạng dư cung tăng lên mức 30% kể từ năm 2020



Nguồn: BSC Research tổng hợp

2. **Dự án Gemalink 2 sẽ chưa thể đi vào hoạt động trong năm 2023 – trong khi GML 1 đã đầy công suất.** Tính tới T9.2022, tiến độ pháp lý về việc chuyển đổi Gemalink Giai đoạn 2 từ 900,000 TEUS lên 1,500,000 TEUS vẫn chưa chắc chắn. Theo quan điểm thận trọng, BSC cho rằng cảng Gemalink sẽ đi vào hoạt động bến 1 sớm nhất vào 1H.2024. Do vậy, tăng trưởng sản lượng của GML trong năm 2023 chủ yếu đến từ việc cảng này hoạt động đầy công suất kể từ T7.2022.

Với quan điểm **(1)** việc lấp đầy Nam Đình Vũ 2 sẽ gặp khó, **(2)** GML 2 chưa thể đi vào hoạt động, **BSC tương đối thận trọng cho tăng trưởng sản lượng trong năm 2023.** BSC đưa ra dự báo:

1. **Sản lượng cảng Công ty mẹ + 1.3% yoy** (thấp hơn so với mức % tăng trưởng sản lượng năm 2022 = 5.8% yoy)**,** dựa trên giả định:
   - **Sản lượng NHDV, NDV 1 và NH -4% yoy** do **(1)** kinh tế toàn cầu chậm lại, **(2)** cạnh tranh quay trở lại.
   - **Sản lượng NDV 2 = 50,000 TEUS (H= 10%) –** với giả định NDV 2 sẽ nhận thêm được 1 tuyến dịch vụ Nội Á kể từ Q3.2023 với sản lượng = 1,800- 2,000 TEUS/chuyến, tần suất = 1 chuyến/tuần.
   - **Sản lượng Phước Long & Bình Dương** +2% yoy - chậm hơn so với tăng trưởng khu vực Bình Dương (10-15% yoy) trong quá khứ.
2. **Sản lượng GML = 1,47 triệu TEUS,** với hiệu suất =98% - đi ngang so với 2H.2022.

Hình 16: Dự báo sản lượng cảng phía Bắc/GML của GMD trong năm 2022 và 2023

Năm – Cảng phía Bắc	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
Sản lượng (TEU)	**1,029,151**	**935,000**	**924,448**	**1,022,982**	**1,100,000**	**1,078,880**
Nam Hải - Đình Vũ	660,000	450,000	544,448	550,000	536,250	514,800
Nam Đình Vũ 1	185,000	350,000	280,000	350,000	367,500	352,800
Nam Đình Vũ 2						50,000
Nam Hải	184,151	135,000	100,000	122,982	168,000	161,280
Phước Long & Bình Dương	740,000	840,000	818,127	829,833	888,125	906,250
Công suất (TEU)	**1,200,000**	**1,200,000**	**1,337,500**	**1,387,500**	**1,387,500**	**1,387,500**
Nam Hải - Đình Vũ	550,000	550,000	687,500	687,500	687,500	687,500
Nam Đình Vũ 1	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000
Nam Đình Vũ 2						500,000
Nam Hải	150,000	150,000	150,000	200,000	200,000	200,000
Phước Long & Bình Dương	650,000	812,500	812,500	812,500	906,250	906,250
Giả định						
Hiệu suất %	**86%**	**78%**	**69%**	**74%**	**77%**	**57%**
Nam Hải - Đình Vũ	120%	82%	79%	80%	78%	75%
Nam Đình Vũ 1	37%	70%	56%	70%	74%	71%
Nam Đình Vũ 2						10%
Nam Hải	123%	90%	67%	61%	84%	81%
Phước Long & Bình Dương						
% YoY - Sản lượng	**22%**	**0%**	**-2%**	**6%**	**5.8%**	**1.3%**
Nam Hải - Đình Vũ	1%	-32%	21%	1%	-3%	-4%
Nam Đình Vũ 1		89%	-20%	25%	5%	10%
Nam Đình Vũ 2						-
Nam Hải	10%	-27%	-26%	23%	37%	-4%
Phước Long & Bình Dương	17%	14%	-3%	1%	7%	2%
Tuyến dịch vụ mới NDV 2						Q3.2023

Nguồn: BSC Research dự báo

Năm – GML	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
Sản lượng (TEU)				800,000	1,350,000	1,470,000
Công suất (TEU)				1,500,000	1,500,000	1,500,000
% YoY Sản lượng					69%	9%
Hiệu suất %					90%	98%

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2022, BSC dự báo GMD ghi nhận DTT = 3,667 tỷ VND (+14% yoy), NPATMI = 953 tỷ VND (+56% yoy), tương đương EPS FWD = 3,161 VND/CP, P/E FWD = 15.4x. **Trong năm 2023, BSC dự báo GMD ghi nhận DTT = 3,797 tỷ VND (+4% yoy), NPATMI = 990 tỷ VND (+4% yoy),** tương đương EPS FWD = 3,286 VND/CP, P/E FWD = 14.8x**,** dựa các giả định sau:

Hình 17: Dự báo KQKD của GMD

KQKD	Dự báo				% Thay đổi	
	2020	2021	2022F	2023F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	**2,606**	**3,206**	**3,667**	**3,797**	**14%**	**4%**
Khai thác cảng	2,172	2,763	3,069	3,139	11%	2%
Logisitcs & khác	434	444	598	658	35%	10%
Sản lượng cảng (Triệu TEU)	1.7	1.9	2.0	2.0	6%	1%
Phí cảng (triệu VNĐ/TEU)	1.25	1.49	1.57	1.58	5%	1%
Giá vốn hàng bán	(1,656)	(2,064)	(2,341)	(2,435)	13%	4%
Lợi nhuận gộp	**950**	**1,142**	**1,326**	**1,363**	**16%**	**3%**
Thu nhập tài chính	28	40	21	31	-48%	50%
Chi phí tài chính	(159)	(108)	(128)	(184)	18%	44%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(147)	(119)	(128)	(184)	7%	44%
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	157	237	503	555	112%	10%
Chi phí BH	(137)	(154)	(176)	(182)	14%	4%
Chi phí QLDN	(341)	(295)	(330)	(323)	12%	-2%
Lãi từ HĐKD	**496**	**861**	**1,216**	**1,259**	**41%**	**4%**
Thu nhập khác, ròng	16	(55)	15	15	-127%	4%
LNTT	**513**	**806**	**1,231**	**1,274**	**53%**	**4%**
Thuế TNDN	(72)	(86)	(109)	(108)	28%	-1%
LNST	**440**	**721**	**1,121**	**1,166**	**56%**	**4%**
Lợi ích CĐKKS	70	108	169	175	56%	4%
LNST Công ty mẹ	**371**	**612**	**953**	**990**	**56%**	**4%**
EPS	1,231	2,031	3,161	3,286	56%	4%
Biên lợi nhuận gộp	36%	36%	36%	36%	0.6%	-0.3%
Biên lợi nhuận ròng	17%	22%	31%	31%	8.1%	0.1%
Lãi từ CTLK						
SCS	160	181	222	244	23%	10%
GMD	(33)	(37)	205	232	-658%	13%
CTLK khác	29	93	76	78	-18%	3%

Giả định chính

1. Hoạt động khai thác cảng – Công ty mẹ

- **Sản lượng hàng hóa +5.8%/1.3% yoy trong năm 2022/23**, đóng góp chính bởi NDV +5%/+10% yoy, Nam Hải +37%/-4%, Nam Hải Đình Vũ -3%/-4% yoy và Phước Long ICD –Bình Dương + 7%/2% yoy.
- **Giá bán dịch vụ tăng +5% trong năm 2022 –** tương đương giá 1H.2022, và tăng +1% yoy trong năm 2023.

2. Hoạt động Logisitics

- **Doanh thu giả định + 35% yoy trong năm 2022** do mở rộng hoạt động KD, giá dịch vụ Logistics tăng. BSC giả định doanh thu + 10% yoy trong năm 2023 – tương đương tăng trưởng trung bình mảng Logistics trong quá khứ.

3. Thu nhập/Chi phí

- **Chi phí lãi vay = 128 tỷ VNĐ (+7% yoy) năm 2022, và 161 tỷ VNĐ (+44% yoy) năm 2023** dựa trên giả định vay mới 750 tỷ VND để đầu tư thiết bị cho NDV GĐ 2, lãi suất +1 điểm %.
- **Lãi từ CTLK = 503 tỷ VNĐ (+112% yoy) năm 2022 và 555 tỷ VNĐ (+10% yoy),** đóng góp chính bởi dự án GML (205/232 tỷ VNĐ) và SCS (222/244 tỷ VNĐ).

4. Lợi nhuận gộp

- **Biên lợi nhuận gộp = 36.2% năm 2022,** dựa trên giả định phí dịch vụ mua ngoài/SL +23% yoy do giá dầu tăng (Kịch bản giá dầu cơ sở BSC = 100 USD/bbl), các chi phí khác/SL + 1% yoy. **Trong năm 2023, biên lợi nhuận gộp = 35.9%,** giảm 0.3 điểm % so với năm 2022 dựa trên giả định chi phí dịch vụ mua ngoài/SL – 3% yoy do giá dầu hạ nhiệt, chi phí khấu hao + 100 tỷ VNĐ do dự án NĐV 2 đi vào hoạt động.

Nguồn: BSC Research dự báo

Tiềm năng/rủi ro thay đổi dự báo trong năm 2023:

- Rủi ro giảm sản lượng do **(1)** cạnh tranh cao tại khu vực Hải Phòng trở nên gay gắt gắt hơn, **(2)** kinh tế toàn cầu suy thoái.
- Tiềm năng tăng giá bán tại cảng Công ty mẹ: Chính Phủ đang xem xét nâng mức giá sàn dịch vụ cảng biển.
- Tiềm năng/rủi ro thoái vốn Gemalink, và dự án cao su.

Theo quan điểm của BSC, rủi ro lớn nhất của GMD trong năm 2023 đến từ tăng trưởng sản lượng. BSC đưa ra bảng độ nhạy NPATMI theo tốc độ tăng trưởng sản lượng Công ty mẹ và GML.

		% tăng trưởng sản lượng Công ty mẹ						
		-1.7%	-0.7%	0.3%	1.3%	2.3%	3.3%	4.3%
% Tăng trưởng sản lượng GML	6%	955	961	966	971	977	982	987
	7%	962	967	972	978	983	988	994
	8%	968	973	979	984	989	995	1,000
	9%	974	980	985	990	996	1,001	1,006
	10%	981	986	991	997	1,002	1,007	1,013
	11%	987	992	998	1,003	1,008	1,014	1,019
	12%	993	999	1,004	1,009	1,015	1,020	1,025
	13%	1,000	1,005	1,010	1,016	1,021	1,026	1,032

Sản lượng GML 2021F = 1.35 triệu TEUS, sản lượng Công ty mẹ 2021F = 1.959 triệu TEUS.

Nguồn: BSC Research dự báo

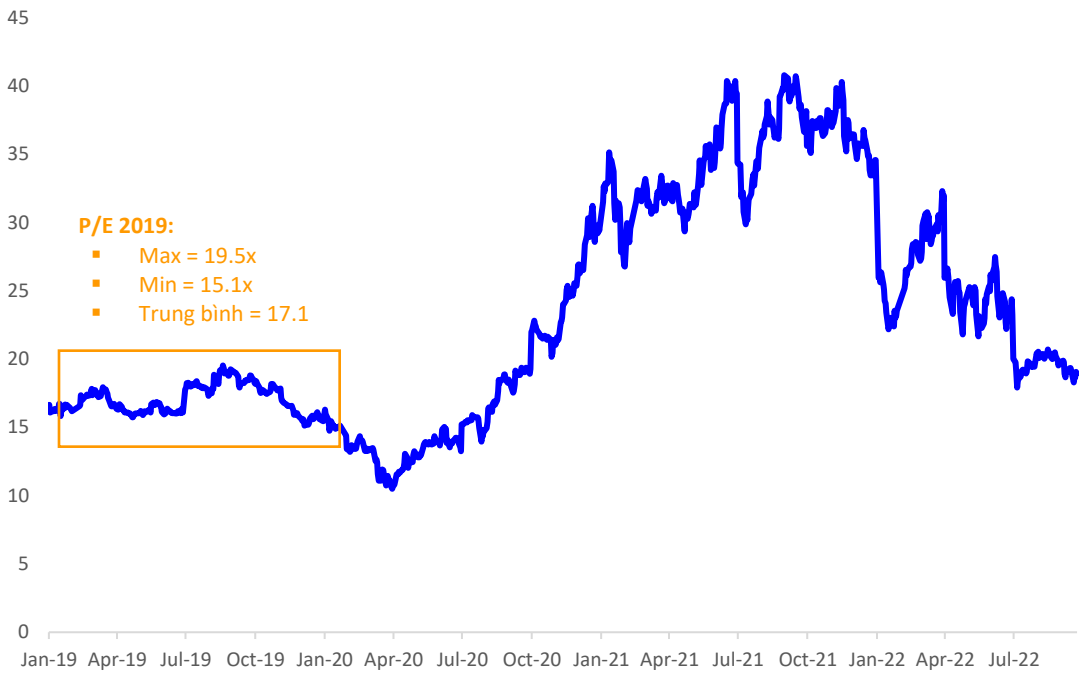
IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu **GMD** với giá trị hợp lý năm 2023 là **53,500 VNĐ/CP** (Upside 10% so với giá đóng cửa ngày 10/10/2022), dựa trên phương pháp P/E mục tiêu = 16.25x. Mức định giá P/E mục tiêu đươc dựa trên **(1)** P/E trung bình năm 2019 = 17.1x với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi GMD (+7-10% yoy), và **(2)** áp dụng mức chiết khấu 5% cho rủi ro về sản lượng trong năm 2023. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** do lo ngại đà tăng tưởng sản lượng sẽ chậm lại trong thời gian tới. Mức Upside **10%** chủ yếu đến từ giá cổ phiếu GMD đã giảm mạnh trong bối cảnh thị trường chung điều chỉnh kể từ T5.2022.

Phương pháp P/E	Giá trị
EPS FW 2023	3,286
P/E mục tiêu = 16.25x	16.25
Giá trị hợp lý	53,500 VNĐ/CP

Nguồn: BSC Research dự báo

Hình 18: Diễn biến P/E – Đã loại bỏ thu nhập tài chính và thu nhập bất thường khác



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình 19: Thống kê NPAMI loại bỏ doanh thu tài chính, lợi nhuận bất thường

Tỷ VNĐ	2018	2019	2020	2021
NPATMI (Loại bỏ DTTC, TN bất thường khác)	445	**478**	388	613
% YoY		**7%**	-19%	58%

Nguồn: BSC Research tổng hợp

So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành (P/E = 8-10), thì định giá của GMD tương đối cao (P/E = 17-20) do phản ánh các tài sản ngoài hoạt động như Bất động sản, dự án cao su, công ty liên kết, . . .

Hình 20: Thống kê định giá của các doanh nghiệp cảng niêm yết trên sàn

Công ty	ROE Trailing 12M	ROA Trailing 12M	P/E	P/B	P/S
Trung vị	16.4%	12.9%	9.7	1.6	2.5
GMD	12.5%	8.2%	18.2	2.2	4.1
VSC	16.4%	12.7%	10.5	1.5	2.1
PDN	25.4%	16.4%	13.3	3.1	2.4
DVP	22.4%	19.8%	7.2	1.6	3.3
PHP	13.0%	9.2%	8.6	1.1	2.1
DXP	11.0%	10.6%	5.7	0.6	3.5
CLL	15.8%	12.9%	10.8	1.7	4.1
SGP	39.1%	17.1%	3.8	1.4	2.5
CDN	17.6%	13.1%	9.7	1.7	2.2

Nguồn: BSC Research tổng hợp

PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	2,606	3,206	3,667	3,797
Giá vốn hàng bán	(1,656)	(2,064)	(2,341)	(2,435)
Lợi nhuận gộp	950	1,142	1,326	1,363
Thu nhập tài chính	28	40	21	31
Chi phí tài chính	(159)	(108)	(128)	(184)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(147)	(119)	(128)	(184)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	157	237	503	555
Chi phí BH	(137)	(154)	(176)	(182)
Chi phí QLDN	(341)	(295)	(330)	(323)
Lãi từ HĐKD	496	861	1,216	1,259
Thu nhập khác, ròng	16	(55)	15	15
LNTT	513	806	1,231	1,274
Thuế TNDN	(72)	(86)	(109)	(108)
LNST	440	721	1,121	1,166
Lợi ích CĐKKS	70	108	169	175
LNST Công ty mẹ	371	612	953	990
EPS	1,231	2,031	3,161	3,286

LCTT (Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
(Lỗ)/LNTT	513	806	1,231	1,274
Khấu hao và phân bổ	408	380	382	482
Thay đổi vốn lưu động	136	(2)	(279)	(50)
Điều chỉnh khác	(401)	(219)	(612)	(663)
LCTT từ HĐKD	655	965	721	1,043
Tiền chi mua TSCĐ	(194)	(544)	(687)	(1,065)
Đầu tư khác	267	188	(1,662)	246
LCTT từ HĐĐT	73	(356)	(2,350)	(819)
Tiền chi trả cổ tức	(353)	(426)	(561)	(583)
Tiền từ vay ròng	(177)	29	523	(213)
Tiền thu khác	45	-	2,009	-
LCTT từ HĐTC	(486)	(398)	1,971	(796)
Dòng tiền đầu kỳ	**186**	**428**	**637**	**980**
Tiền trong kì	242	211	342	(573)
Dòng tiền cuối kỳ	**428**	**637**	**980**	**407**

CĐKT (Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
Tiền và tương đương tiền	428	637	980	407
Đầu tư ngắn hạn	23	52	54	56
Phải thu ngắn hạn	748	842	963	997
Hàng tồn kho	73	69	70	71
TS ngắn hạn khác	-	-	-	-
TS ngắn hạn	**1,356**	**1,689**	**2,177**	**1,645**
Phải thu dài hạn	56	44	37	38
TSCĐ nguyên giá	5,513	5,825	5,877	7,577
Khấu hao	(2,370)	(2,679)	(3,060)	(3,542)
TSĐT nguyên giá	-	-	-	-
Khấu hao	-	-	-	-
TS dở dang dài hạn	1,757	1,747	2,382	1,747
ĐT dài hạn	2,531	2,830	4,993	5,300
TS dài hạn khác	991	1,275	1,393	1,443
TS dài hạn	**8,478**	**9,042**	**11,622**	**12,563**
Tổng TS	**9,835**	**10,731**	**13,799**	**14,208**
Nợ phải trả	982	1,402	1,377	1,418
Vay ngắn hạn	763	860	822	799
Tổng Nợ ngắn hạn	**1,745**	**2,263**	**2,199**	**2,216**
Vay dài hạn	1,138	1,061	1,623	1,433
Nợ dài hạn khác	357	363	363	363
Tổng Nợ dài hạn	**1,494**	**1,424**	**1,985**	**1,795**
Tổng Nợ phải trả	**3,240**	**3,687**	**4,184**	**4,011**
Vốn góp	3,014	3,014	5,023	5,023
Thặng dư vốn	1,942	1,942	1,942	1,942
Vốn chủ khác	511	702	702	702
Lãi chưa phân phối	435	661	1,053	1,461
Lợi ích CĐTS	693	726	894	1,070
Tổng VCSH	**6,595**	**7,045**	**9,614**	**10,197**
Tổng nguồn vốn	**9,835**	**10,731**	**13,799**	**14,208**

Chỉ số	2020	2021	2022F	2023F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	0.8	0.7	1.0	0.7
Hsố TT nhanh	0.7	0.7	0.9	0.7
Cơ cấu vốn				
Hsố Nợ/TTS	33%	34%	30%	28%
Hsố Nợ/VCSH	49%	52%	44%	39%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	16	12	11	11
Số ngày phải thu ngắn hạn	105	96	96	96
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	36%	36%	36%	36%
Lợi nhuận LNST	17%	22%	31%	31%
ROE	6%	9%	10%	10%
ROA	4%	6%	7%	7%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	-1%	23%	14%	4%
Tăng trưởng EBIT	-22%	40%	47%	7%
Tăng trưởng LNTT	-27%	57%	53%	4%
Tăng trưởng EPS	-29%	65%	56%	4%
SLCP lưu hành (triệu)	297	301	301	301

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 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/BIDVSecurities

Bloomberg: RESP BSCV <GO>