

07/12/2023

 Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh  
 anhntn@kbsec.com.vn

**3Q2023 doanh thu thuần của GMD đạt 998 tỷ VND (+1% yoy), LNST ghi nhận 338 tỷ VND (+18% yoy)**

GMD ghi nhận doanh thu 3Q2023 998 tỷ VND (+1% yoy). Trong đó, hoạt động khai thác cảng vẫn đóng vai trò màng kinh doanh cốt lõi với 780 tỷ VND đóng góp 78% cho tổng doanh thu GMD. Lũy kế 9 tháng đầu năm, Gemadept ghi nhận doanh thu 2,812 tỷ VND (-1% yoy), LNST ghi nhận 2,310 tỷ VND (+145%yoy).

**Sản lượng hàng qua toàn hệ thống cảng GMD kì vọng tiếp tục đà hồi phục từ đầu năm dù vẫn thấp hơn so với cùng kì 2022**

Sản lượng hàng qua các cảng GMD có xu hướng tăng trưởng đều từ đầu năm đến nay dù vẫn thấp hơn mức sản lượng cùng kì 2022. Xu hướng phục hồi kì vọng tiếp tục trong thời gian tới do: (1) kim ngạch XNK giữ đà tăng do phục hồi cầu tiêu dùng từ Mỹ và châu Âu, (2) GMD liên tục đón thêm nhiều tuyến tàu mới và (3) những nỗ lực nâng cao năng lực khai thác của GMD củng cố vị thế đầu ngành thu hút đầu tư.

**Giá dịch vụ cảng GMD giữ nguyên đến cuối năm, dự kiến tăng từ 5-10% trong 2024**

Sau đợt tăng giá dịch vụ cảng từ đầu năm, GMD không có đợt tăng giá nào mới. Giá dịch vụ cảng GMD dự kiến sẽ điều chỉnh tăng 5-10% vào đầu năm tới. Mức tăng sẽ cao hơn sau khi dự thảo thay thế Thông tư 54/2018/TT-BGTVT về tăng cước phí cảng biển được thông qua.

**Tháng 11/2023, GMD thông qua nghị quyết chuyển nhượng toàn bộ cổ phần tại CTCP Cảng Nam Hải**

Đầu tháng 11, GMD vừa công bố nghị quyết về việc sẽ chuyển nhượng toàn bộ cổ phần nắm giữ tại CTCP Cảng Nam Hải. Việc chuyển nhượng này sẽ đem về nguồn tiền cho GMD tập trung đầu mở rộng Nam Đình Vũ và Gemalink.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 81,800 VND/cổ phiếu**

Dựa trên triển vọng doanh nghiệp và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GMD với mức giá mục tiêu là 81,800 VND/cổ phiếu, cao hơn 16.2% so với giá đóng cửa ngày 07/12/2023.

## Mua duy trì

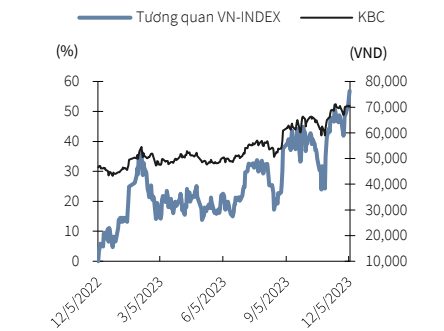
Giá mục tiêu	81,800VND
Tăng/giảm (%)	16.2%
Giá hiện tại (07/12/2023)	70,400VND
Giá mục tiêu đồng thuận	86,000VND
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ triệu USD)	21.5/887

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	90%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/ triệu USD)	99.2/4.08
Sở hữu nước ngoài (%)	48.89%
Cổ đông lớn	Công ty TNHH SSI Consulting (9.7%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	7	14	45	51
Tương đối	6	23	44	49

### Dự phóng KQKD & định giá

	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	3,206	3,916	3,991	4,697
Lãi/lỗ từ HKKD (tỷ VND)	861	1,357	3,458	2,010
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	612	995	2,581	1,487
EPS (VND)	1,869	3,037	8,563	4,935
Tăng trưởng EPS	63%	62%	182%	-42%
P/E (x)	24.3	23.2	8.2	14.3
P/B (x)	2.0	1.7	2.1	1.9
ROE	10.2%	14.6%	27.3%	15.5%
Tỷ suất cổ tức	2.0%	2.0%	2.8%	0%



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

**Bảng 1. Cập nhật KQKD**

(tỷ VND)	3Q2022	2Q2023	3Q2023	+/-%QoQ	+/-%YoY	9T2022	9T2023	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>992</b>	<b>912</b>	<b>998</b>	<b>9%</b>	<b>1%</b>	<b>2,850</b>	<b>2,812</b>	<b>-1%</b>	Lũy kế 9 tháng đầu năm, GMD hoàn thành 72% kế hoạch doanh thu đặt ra cho 2023 (3,920 tỷ VND)
<i>-Khai thác cảng</i>	779	683	780	14%	0.1%	2,315	2,118	-9%	9T2023 tổng sản lượng hàng qua cảng GMD đạt 2.1 triệu Teu (-12% yoy), giá các dịch vụ cảng tăng từ 5-10%. 3Q2023, GMD ghi nhận sản lượng 767,000 Teu (+3%QoQ), là quý thứ 3 liên tiếp sản lượng tăng trưởng dương so với quý trước.
<i>-Logistics &amp; HD khác</i>	212	229	218	-5%	3%	534	694	30%	Mở rộng hệ thống kho đặc biệt là kho lạnh, kí kết thêm nhiều hợp đồng logistics mới với các đối tác lớn
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>402</b>	<b>459</b>	<b>465</b>	<b>1%</b>	<b>16%</b>	<b>1,191</b>	<b>1,351</b>	<b>13%</b>	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	40.5%	50.3%	46.6%	-3.7ppts	+6.1ppts	41.8%	48.0%	+6.2ppts	Biên gộp mảng cảng tăng do giá cước dịch vụ cảng đã điều chỉnh tăng so với 2022. Biên logistics cải thiện do tăng tỉ trọng các mảng có biên cao như lưu kho bãi và kho lạnh.
Thu nhập tài chính	7.5	1,863	33	-98%	340%	16	1,917	11,881%	Chi phí tài chính 3Q2023 tăng chủ yếu đến từ lãi tiền gửi ngân hàng. 9T2023, lãi tiền gửi ngân hàng tăng gần 40 tỷ VND.
Chi phí tài chính	62	53	51	-4%	-18%	151	144	-5%	
SG&A	121	156	102	-35%	-16%	351	384	9%	
Lãi/lỗ từ CTLK	109	58	52	-10%	-52%	336	133	-60%	(1) Gemalink lỗ quý thứ 3 liên tiếp dù 3Q2023 KQKD đã đi lên nhờ tăng các tuyến tàu mới qua cảng, 9T2023 ghi nhận khoản lỗ 55 tỷ cho GMD trong khi cùng kỳ 2022 ghi nhận lãi 104 tỷ VND, (2) 3Q2023 SCS lãi 128 tỷ VND, đóng góp hơn 43 tỷ VND cho GMD (-13% yoy)
Lợi nhuận trước thuế	337	2,178	398	-82%	18%	1,057	2,890	173%	Không tính lợi nhuận thu được từ chuyển nhượng NHĐV, 9T2023 GMD đã hoàn thành 95% LNTT kế hoạch đặt ra (1,136 tỷ VND)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>288</b>	<b>1,711</b>	<b>338</b>	<b>-80%</b>	<b>17%</b>	<b>941</b>	<b>2,310</b>	<b>145%</b>	

Nguồn: Gemadept, KBSV

**Sản lượng hàng qua toàn hệ thống cảng GMD kì vọng tiếp tục đà hồi phục từ đầu năm dù vẫn thấp hơn so với cùng kì 2022**

Sản lượng hàng qua toàn hệ thống cảng GMD 3 quý đầu năm vẫn đang ở mức thấp hơn so với cùng kỳ do chịu ảnh hưởng từ những bấp bênh của nền kinh tế toàn cầu, sự sụt giảm mạnh của nhu cầu tiêu dùng đặc biệt tại các thị trường lớn như Trung Quốc, Mỹ, châu Âu. Tuy nhiên từ đầu năm đến nay, sản lượng container qua cảng GMD vẫn có sự tăng trưởng dần đều qua các quý, dự kiến đã tạo đáy từ hồi đầu năm nay. Sự hồi phục này đến cùng với sự phục hồi kim ngạch xuất nhập khẩu từ tháng 4 đến nay, đặc biệt kim ngạch nhập khẩu trong 3 tháng gần đây ghi nhận tăng trưởng dương so với cùng kỳ 2022.

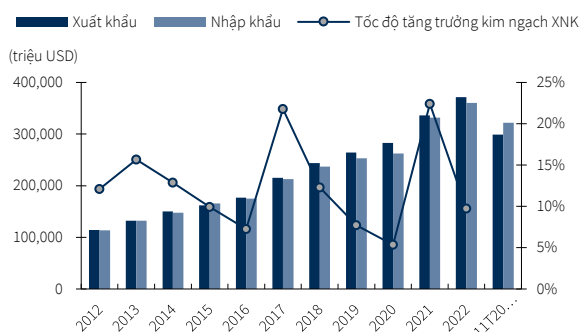
Chúng tôi kì vọng đà tăng trưởng tiếp tục kéo dài đến hết năm sang tới nửa đầu năm 2024 do:

- Kim ngạch XNK dự kiến vẫn giữ được đà tăng dù khá chậm, động lực

chính, theo báo cáo của Công ty Vận tải Toàn cầu Maersk, đến từ phục hồi cầu tiêu dùng từ Mỹ và châu Âu trong 2024, kéo theo nhu cầu vận chuyển hàng hóa tăng.

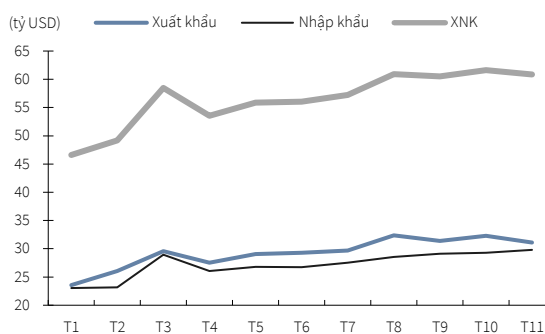
- GMD liên tục có các tuyến tàu mới qua cảng, trong 3Q2023 đã khai thác thêm tuyến dịch vụ TPA của Evergreen cập cảng Gemalink, tuyến Kaguya của MSC cập cảng Nam Đình Vũ.
- Với những lợi thế nhất định đang ngày càng được củng cố như (1) dẫn đầu xu hướng cảng xanh, logistics xanh và (2) năng lực làm tàu lớn nhất tại Việt Nam với cảng nước sâu Gemalink (mới đây Gemalink đã lập kỉ lục xếp dỡ cùng lúc 2 tàu lớn với tổng sản lượng xếp dỡ lên tới 30,000 Teu), GMD sẽ càng nâng cao năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp, thu hút được nhiều đối tác mới.

**Biểu đồ 2. Kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam từ 2012**



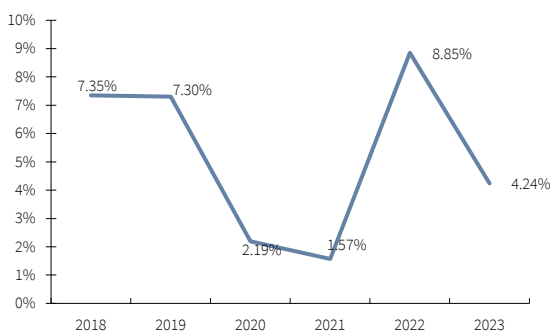
Nguồn: UNCTAD

**Biểu đồ 3. Kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam 2023**



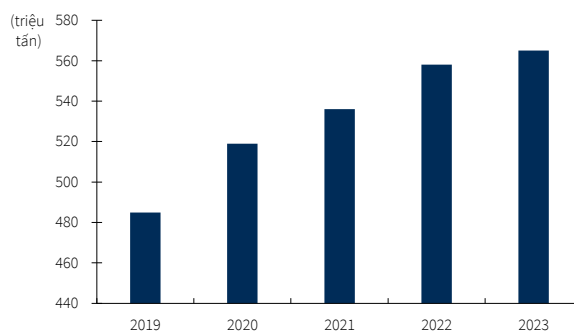
Nguồn: Tổng cục thống kê

**Biểu đồ 4. Tốc độ tăng trưởng GDP Việt Nam 6 tháng đầu năm 2018 - 2023**

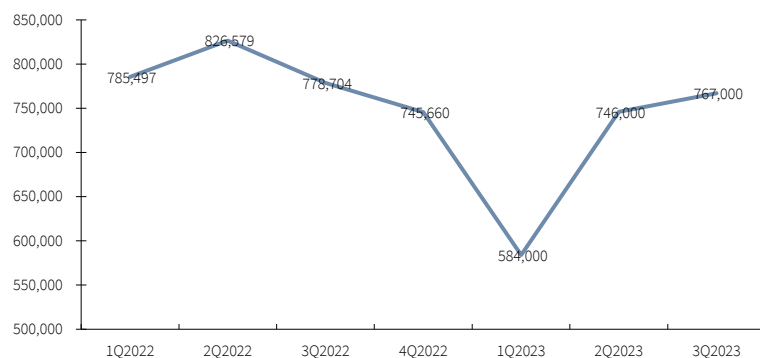


Nguồn: Tổng cục Thống kê, GMD

**Biểu đồ 5. Sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển cả nước 9 tháng đầu năm giai đoạn 2019 - 2023 (triệu tấn)**



Nguồn: Cục Hàng hải Việt Nam, GMD

**Biểu đồ 6. Sản lượng qua toàn hệ thống cảng GMD (Teu)**

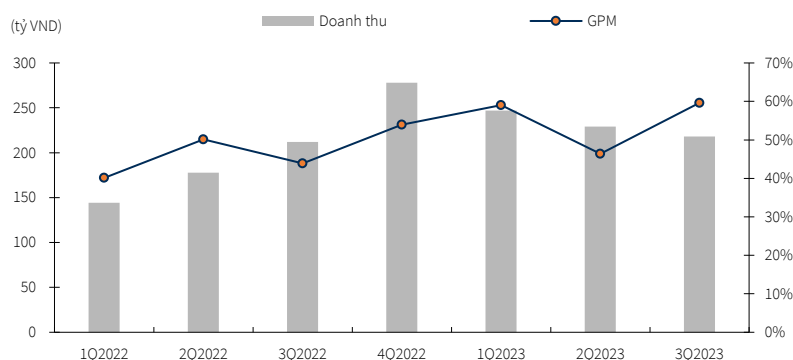
Nguồn: GMD

**Giá dịch vụ cảng GMD giữ nguyên đến cuối năm, dự kiến tăng từ 5-10% trong 2024**

Sau đợt điều chỉnh tăng từ 5-10% giá dịch vụ tại các cảng từ đầu năm nay, giá dịch vụ tại hầu hết các cảng của GMD đều không có sự thay đổi cho đến cuối năm. Chúng tôi dự kiến giá dịch vụ tại các cảng của GMD sẽ tiếp tục tăng với mức tăng thấp nhất từ 5-10%: (1) dư địa tăng giá dịch vụ cảng vẫn còn nhiều khi mà giá cước dịch vụ cảng ở Việt Nam đang ở mức thấp hơn đáng kể so với các cảng cùng quy mô trong khu vực, thấp hơn từ 30 đến 40% so với giá dịch vụ cảng tại Thái Lan, Singapore, ... (2) trong những năm gần đây GMD đều có mức điều chỉnh tăng giá đều đặn từ 5-10%/năm từ đầu năm và (3) dự thảo thay thế Thông tư 54/2018/TT-BGTVT ban hành tháng 8 vừa qua nếu được thông qua sẽ tăng đáng kể giá dịch vụ cảng của GMD, đặc biệt khi mà các cảng xanh và cảng nước sâu của GMD là đối tượng được hưởng mức tăng nhiều nhất.

**KQKD mảng logistics tiếp tục đà tăng trưởng dương so với cùng kỳ**

Mảng logistics của GMD kì vọng sẽ tiếp tục đà tăng trưởng cả về KQKD và lợi nhuận trong giai đoạn tới do: (1) GMD ít chịu ảnh hưởng bởi giá cước vận tải giảm do tỉ trọng doanh thu từ tàu tự vận hành thấp, các hợp đồng thuê tàu đã kí vẫn ổn định, (2) công ty đang tập trung đẩy mạnh các hoạt động logistics có biên gộp cao như kho bãi, khai thác kho lạnh (CJ Gemadept đầu tư nâng cấp hệ thống kho bãi, áp dụng mô hình quản lý Serial End-To-End tối ưu hóa hiệu quả hoạt động) và (3) trong quý 3 vừa rồi, CJ Gemadept đã trở thành đối tác chiến lược với 2 ông lớn trong ngành điện máy Beko và Hitachi.

**Biểu đồ 7. Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng Logistics Gemadept**

Nguồn: GMD

## GMD thông qua nghị quyết về việc sẽ chuyển nhượng toàn bộ cổ phần nắm giữ tại CTCP Cảng Nam Hải vào tháng 11 vừa qua

Đầu tháng 11, GMD vừa công bố nghị quyết về việc sẽ chuyển nhượng toàn bộ cổ phần nắm giữ tại CTCP Cảng Nam Hải (tương đương 99.98% vốn cổ phần của CTCP Cảng Nam Hải). Cảng Nam Hải có công suất thiết kế đạt 200,000 Teu, là cảng đầu tiên của GMD tại miền Bắc. Tuy nhiên hiện nay khi nhiều cảng mới với công suất thiết kế lớn được xây dựng, cùng với việc sở hữu vị trí thiếu cạnh tranh so với các cảng mới (nằm sâu hơn vào phía đất liền, mất khả năng đón tàu lớn sau khi cầu Bạch Đằng đi vào hoạt động), cảng Nam Hải đang ngày càng đón ít tàu hơn, chủ yếu chuyển qua các hoạt động lưu kho bãi. Theo chúng tôi ước tính, việc chuyển nhượng vốn cảng Nam Hải và Nam Hải ICD sẽ đem về khoảng 200 tỷ VND lợi nhuận cho GMD, bổ sung nguồn tiền cho công ty tập trung đầu tư phát triển mở rộng các cảng lớn như các dự án mở rộng cảng Nam Đình Vũ và Gemalink.

Ảnh 8. Tiến độ Gemalink 2

Hiện đang hoàn thành các thủ tục liên quan xin cấp phép mở rộng quy mô, kéo dài cầu tàu lên 1.5km, thu xếp vốn để triển khai xây dựng, sẵn sàng đưa giai đoạn 2 vào khai thác từ 2025.

Tổng mức đầu tư giai đoạn 2 khoảng 300 triệu USD.



Nguồn: GMD

Ảnh 9. Cảng Nam Đình Vũ

Nam Đình Vũ 1 và 2 lần lượt có diện tích 22 và 44 ha, cầu bến dài 440 và 1,100m, năng suất từ 900,000 đến 1.2 triệu Teu. Nam Đình Vũ 2 mới được khai trương chính thức vào tháng 5/2023, kì vọng sớm đạt công suất tối đa vào đầu 2024.

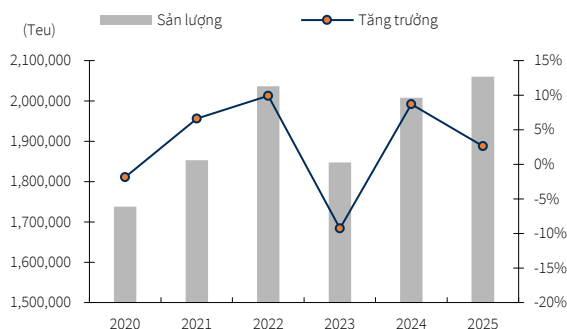
GMD tiếp tục nghiên cứu để sớm khởi công GĐ3, sau khi hoàn thành cụm cảng Nam Đình Vũ sẽ có tổng chiều dài cầu bến lên đến 1,500 m, diện tích 70ha trở thành cụm cảng có quy mô lớn nhất Hải Phòng. Nam Đình Vũ 3 dự kiến đi vào hoạt động từ cuối 2025, đầu 2026.



Nguồn: GMD

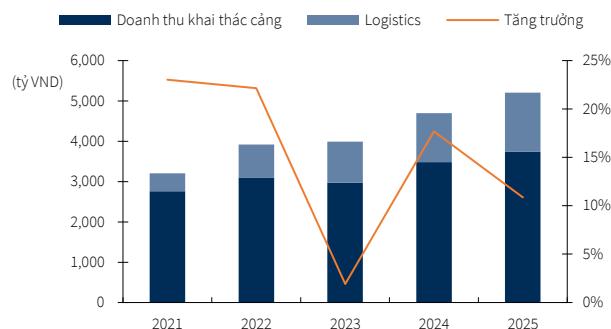
## DỰ PHÓNG KQKD & ĐỊNH GIÁ

Biểu đồ 10. Dự phóng sản lượng container của GMD (chưa tính Gemalink)



Nguồn: GMD, KBSV

Biểu đồ 11. Dự phóng doanh thu từ các mảng kinh doanh GMD



Nguồn: GMD, KBSV

Bảng 12. Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	2022	2023F	+/-%YoY	2024F	Chú thích
<b>Doanh thu thuần</b>	3,916	3,991	2%	4,697	Hoàn thành 102% doanh thu kế hoạch đặt ra 2023 (3,920 tỷ VND)
-Khai thác cảng	3,104	2,976	-4%	3,479	Chúng tôi dự phóng sản lượng hàng qua cảng GMD 2023 giảm 9% so với 2022, giá cước dịch vụ tăng nhẹ 6% so với 2022
-Logistics & hoạt động khác	812	1,015	25%	1,218	Doanh thu logistics tăng trưởng nhờ các hợp đồng cho thuê tàu dài hạn đã ký kết và hệ thống kho bãi được đầu tư mở rộng kéo theo doanh thu từ kho bãi tăng. Hoạt động kho lạnh đem lại nguồn thu ổn định. CJ Gemadept đã ký kết hợp đồng với 2 đối tác chiến lược mới Beko và Hitachi.
Lợi nhuận gộp	1,645	1,927	17%	2,270	
Biên lợi nhuận gộp	42%	48%	+6ppts	48.3%	Biên gộp cải thiện do giá cước dịch vụ cảng tăng, các dịch vụ logistics có biên gộp cao như kho chứa hàng lạnh, vận tải đất liền gia tăng tỷ trọng
Thu nhập tài chính	24	1,924	7,917%	155	Ghi nhận khoản lãi đột biến từ thương vụ bán NHĐV
Chi phí tài chính	178	168	-6%	212	Sau khi thu được lợi nhuận từ chuyển nhượng cảng, GMD thực hiện tái cơ cấu lãi vay, giảm chi phí tài chính
SG&A	542	499	-8%	587	
Lãi/lỗ từ CTLK	406	274	-33%	384	Gemalink ghi nhận lỗ, lợi nhuận từ SCS và CJ Gemalink đều giảm so với 2022
Thu nhập khác	-48	-48	0%	-56	
Lợi nhuận trước thuế	1,308	3,410	161%	1,935	
Lợi nhuận sau thuế	1,157	2,781	140%	1,710	

Nguồn: GMD, KBSV

### Khuyến nghị MUA – Giá mục tiêu 81,800 VND/cổ phiếu

Sử dụng phương pháp định giá từng phần cho GMD bao gồm: (1) Hoạt động kinh doanh cốt lõi + lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết, (2) Dự án Gemalink và (3) Dự án cao su và bất động sản, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cho cổ phiếu GMD với mức giá mục tiêu 81,800 VND/cổ phiếu, tương đương với mức tăng giá tiềm năng 16.2% so với mức giá đóng cửa 70,400 VND/cổ phiếu ngày 07/12/2023 dựa trên các giả định:

- Cảng Nam Đình Vũ 2 đi và hoạt động sẽ nhanh chóng thay thế cho NHĐV, lấp đầy công suất vào 2025. Sản lượng Gemalink giảm 10% trong 2023 tuy nhiên sẽ bắt đầu đà phục hồi từ 2024. Các dự án mới Gemalink 2 và Nam Đình Vũ 3 lần lượt đi vào hoạt động đóng góp vào KQKD cho GMD từ 2025 và 2026.

- Mức giá dịch vụ cảng vẫn tăng nhẹ trong năm nay ở mức 6% và kì vọng sẽ tăng từ 8 đến 10% trong 2024.

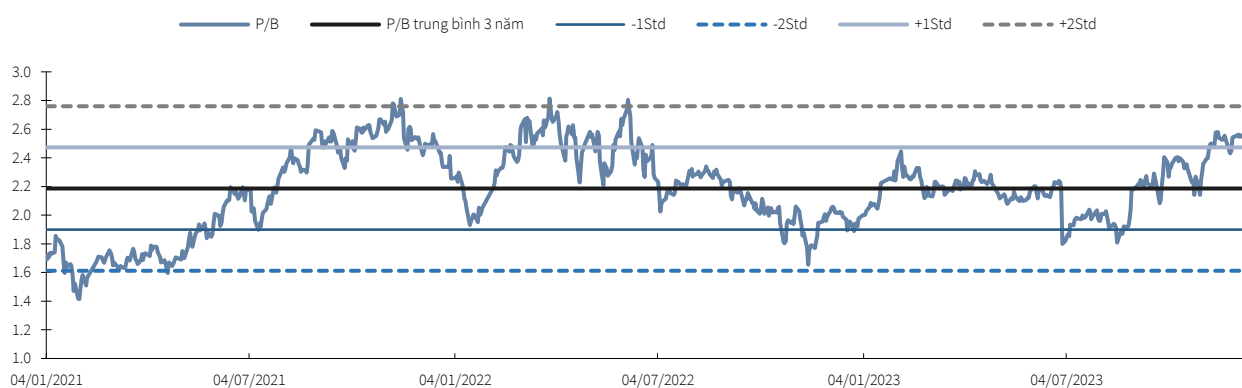
Chúng tôi chưa đưa thương vụ chuyển nhượng CTCP Cảng Nam Hải vào định giá do chưa xác định được thời điểm chuyển giao dự kiến.

**Bảng 13. Định giá GMD**

Định giá	Phương pháp	Giá trị	Tỉ lệ sở hữu	Giá trị đóng góp vốn cổ phần GMD
Hoạt động cốt lõi	FCFF	17,923	100%	17,923
Gemalink	FCFF	8,101	65.10%	5,274
Cao su	BV	1,500	100%	1,500
Bất động sản	BV	299	100%	299
<b>Giá trị vốn cổ phần</b>				<b>24,995</b>
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)				305.90
<b>Giá trị định giá</b>				<b>81,800</b>
Giá hiện tại (VND)				70,400
Dư địa tăng trưởng				16.2%

Nguồn: GMD, KBSV

**Biểu đồ 14. Dữ liệu giao dịch P/B lịch sử**



Nguồn: Bloomberg, KBSV



## Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
Doanh số thuần	3,206	3,916	3,991	4,697
Giá vốn hàng bán	2,064	2,271	2,064	2,427
Lãi gộp	1,142	1,645	1,927	2,270
Thu nhập tài chính	40	24	1,924	155
Chi phí tài chính	108	178	168	212
Trong đó: Chi phí lãi vay	119	131	168	212
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	237	406	274	384
Chi phí bán hàng	154	146	140	164
Chi phí quản lý doanh nghiệp	295	396	359	423
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	861	1,357	3,458	2,010
Thu nhập khác	50	30	0	0
Chi phí khác	105	79	0	0
Thu nhập khác, ròng	-55	-48	-48	-56
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	806	1,308	3,410	1,953
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	86	151	629	243
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	721	1,157	2,781	1,710
Lợi ích của cổ đông thiểu số	108	162	200	223
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	612	995	2,581	1,487

## Chỉ số hoạt động

(%)	2021	2022	2023F	2024F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	35.6%	42.0%	48.3%	48.3%
Tỷ suất EBITDA	40.7%	46.3%	98.1%	56.3%
Tỷ suất EBIT	28.9%	36.8%	89.7%	46.1%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	25.1%	33.4%	85.4%	41.6%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	26.9%	34.6%	86.6%	42.8%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	26.6%	31.8%	33.3%	34.4%

## Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Lãi trước thuế	806	1,308	3,410	1,953
Khấu hao TSCĐ	380	376	339	478
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-194	-420	0	0
Chi phí lãi vay	119	131	168	212
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,211	1,504	3,917	2,643
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	6	-163	-63	-184
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	8	-13	-3	-15
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-31	1,304	-754	922
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	11	10	78	61
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay	4	-31	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	965	2,333	3,414	3,084
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-586	-1,395	-1,198	-2,353
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	42	4	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-95	-86	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	105	33	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	-1,800	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	0	174	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-356	-1,269	-2,998	-2,353
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	90	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	1,524	1,563	0	0
Tiền trả các khoản đi vay	-1,446	-1,431	-543	-350
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	-49	-41	0	0
Cổ tức đã trả	-426	-428	-612	-855
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-398	-338	-980	-731
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	211	726	-564	0
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	428	637	1,364	800
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	637	1,364	800	800

Nguồn: GMD, KBSV

## Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
Tổng Cộng Tài Sản	10,731	13,190	13,905	16,004
Tài Sản Ngắn Hạn	1,689	2,724	2,145	2,369
Tiền và tương đương tiền	637	1,364	800	800
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	52	82	82	82
Các khoản phải thu	842	976	1,039	1,223
Hàng tồn kho, ròng	69	82	85	100
Tài Sản Dài Hạn	9,042	10,466	11,759	13,635
Phải trả dài hạn	44	45	45	45
Tài sản cố định	3,146	3,262	4,155	6,030
Tài sản dở dang dài hạn	1,747	2,839	1,440	1,440
Đầu tư dài hạn	2,830	3,070	4,870	4,870
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Nợ Phải Trả	3,687	5,247	4,926	6,154
Nợ ngắn hạn	2,263	3,374	3,319	4,563
Phải trả người bán	381	838	84	1,005
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	1	1	0	0
Vay ngắn hạn	860	543	1,571	1,695
Nợ dài hạn	1,424	1,873	1,607	1,591
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	276	291	291	291
Vay dài hạn	1,061	1,486	1,221	1,205
Vốn Chủ Sở Hữu	7,045	7,944	10,203	11,058
Vốn góp	3,014	3,014	3,059	3,059
Thặng dư vốn cổ phần	1,942	1,942	1,987	1,987
Lãi chưa phân phối	661	1,228	3,397	4,252
Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

## Chỉ số chính

(x,%,VND)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Chỉ số định giá</b>				
P/E	24.3	23.2	8.2	14.3
P/E pha loãng	24.3	23.2	8.2	14.3
P/B	2.0	1.7	2.1	1.9
P/S	4.4	3.5	5.3	4.5
P/Tangible Book	2.1	1.8	2.1	2.0
P/Cash Flow	15	6	6	7
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	10.9	7.5	5.4	8.0
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	15.4	9.5	5.9	9.8

## Hiệu quả quản lý

ROE	10.2%	14.6%	27.3%	15.5%
ROA	6.7%	8.8%	20.0%	10.7%
ROIC	10.6%	16.0%	31.5%	17.6%

## Cấu trúc tài chính

Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.30x	0.43x	0.27x	0.19x
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.42x	0.46x	0.39x	0.34x
Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.68x	0.72x	0.58x	0.46x
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	15.1%	18.7%	12.0%	10.9%
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	9.9%	11.3%	8.8%	7.5%
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	12.2%	6.8%	15.4%	15.3%
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	8.0%	4.1%	11.3%	10.6%
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	32.1%	42.5%	32.5%	41.3%
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	21.1%	25.6%	23.9%	28.5%
Tổng công nợ/Vốn CSH	52.3%	66.0%	48.3%	55.7%
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	34.4%	39.8%	35.4%	38.5%

## Chỉ số hoạt động

Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	3.8	4.0	3.8	3.8
Hệ số quay vòng HTK	30.0	27.6	24.3	24.3
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	5.6	3.7	4.5	4.5



Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích  
binhnx@kbsec.com.vn

## Phân tích doanh nghiệp

### Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm  
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích  
linhpp@kbsec.com.vn

### Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp  
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích  
nguyenn1@kbsec.com.vn

### Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích  
giangnt1@kbsec.com.vn

### Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích  
anhntn@kbsec.com.vn

### Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích  
thuann1@kbsec.com.vn

### Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích  
hieupm@kbsec.com.vn

Khối phân tích  
research@kbsec.com.vn

## Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư  
anhhd@kbsec.com.vn

### Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích  
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích  
uyenvt@kbsec.com.vn

### Chiến lược đầu tư

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích  
congh@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích  
tiens@kbsec.com.vn

## Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ  
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ  
huongnt3@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

## LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.