

CTCP Gemadept (GMD)

Khởi cảng phía Nam là động lực tăng trưởng chính

12/03/2024

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

4Q2023 doanh thu thuần của GMD đạt 1,034 tỷ VND (-1% yoy), LNST ghi nhận 192 tỷ VND (-11% yoy)

GMD ghi nhận doanh thu 4Q2023 1,034 tỷ VND (-1% yoy). Trong đó, hoạt động khai thác cảng vẫn đóng vai trò màng kinh doanh cốt lõi với 824 tỷ VND đóng góp 80% cho tổng doanh thu GMD. Lũy kế cả năm 2023, Gemadept ghi nhận doanh thu 3,846 tỷ VND (-1% yoy), hoàn thành 98% doanh thu kế hoạch 2023, LNST đạt 2,502 tỷ VND (+116% yoy)

Sản lượng hàng qua toàn hệ thống cảng GMD 2024 kì vọng tiếp tục tăng trưởng ở mức 10 – 15%, chủ lực là nhóm cảng miền Nam

Đà tăng trưởng sản lượng hàng qua cảng GMD từ đầu 2023 đến nay dự kiến tiếp tục duy trì trong thời gian tới với động lực đến từ: (1) triển vọng tích cực của hoạt động xuất nhập khẩu, (2) dự án nâng cấp luồng hàng hải tại khu vực cảng Nam Đình Vũ dự kiến hoàn thành vào tháng 6 tới và (3) GMD liên tục thu hút được các tuyến tàu mới về cảng.

Giá dịch vụ cảng GMD có thể tăng đến 10% trong 2024 với mức tăng cao hơn cho khối cảng miền Nam

Thông tư 39/2023/TT-BGTVT về nâng giá sản dịch vụ cảng biển Việt Nam sẽ tác động mạnh hơn tới khu vực cảng phía Nam của GMD, trong 2024 mức tăng giá dịch vụ ở miền Bắc dự kiến sẽ ở mức 2 – 3% trong khi mức giá dịch vụ cảng ở miền Nam có thể tăng từ 5 – 10%.

GMD tiếp tục triển khai kế hoạch thoái vốn cảng Nam Hải và các dự án không cốt lõi bất động sản và cao su

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 khoảng 200 tỷ VND cho GMD, kì vọng có thể hoàn thành trong năm nay.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 94,000 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 94,000 VND/cổ phiếu, cao hơn 19.9% so với giá đóng cửa ngày 12/03/2024.

Mua duy trì

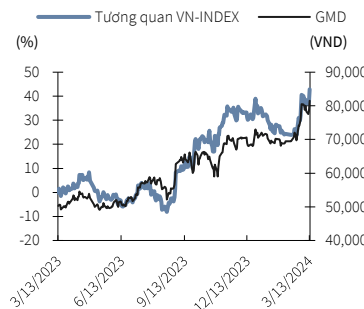
Giá mục tiêu	94,000VND
Tăng/giảm (%)	19.9%
Giá hiện tại (12/03/2024)	78,400VND
Giá mục tiêu đồng thuận	85,400VND
Vốn hóa thị trường	24/973
(nghìn tỷ VND/ triệu USD)	

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	90%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/ triệu USD)	88.5/3.61
Sở hữu nước ngoài (%)	48.73%
Cổ đông lớn	Công ty TNHH SSJ Consulting (9.7%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	18	16	26	62
Tương đối	13	4	25	43

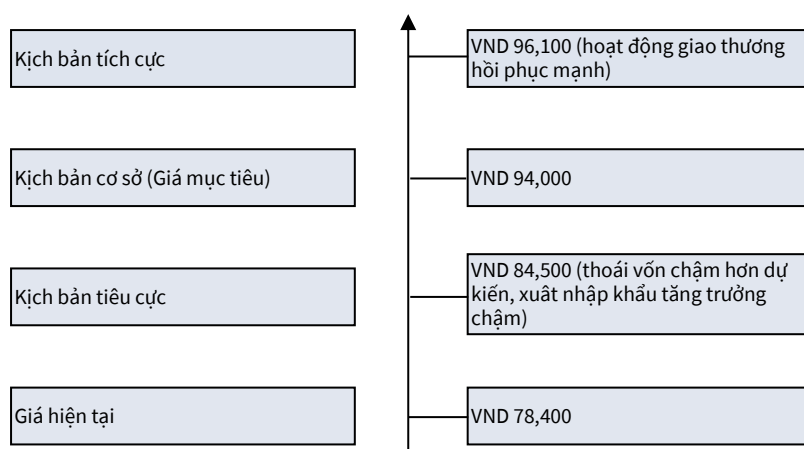
Dự phóng KQKD & định giá

	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	3,898	3,846	4,197	4,620
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	1,309	3,160	1,949	1,820
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	798	1,514	1,080	978
EPS (VND)	3,034	7,119	3,530	3,197
Tăng trưởng EPS	62%	135%	-50%	-9%
P/E (x)	23.2	11.0	22.2	24.5
P/B (x)	1.7	2.2	2.3	2.2
ROE	12%	18%	12%	11%
Tỷ suất cổ tức	1.8%	3.3%	2.6%	2.7%



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Quan điểm định giá



Kịch bản cơ sở:

- 1) Hoàn thành thoái vốn Nam Hải trong 2024
- 2) Sản lượng hàng qua cảng tăng trưởng 10% yoy, giá tăng 7% yoy

Kịch bản tích cực:

- 1) Sản lượng hàng qua cảng tăng trưởng 15% yoy
- 2) Giá dịch vụ cảng trung bình tăng 9% yoy

Kịch bản tiêu cực:

- 1) Ghi nhận thoái vốn Nam Hải vào 2025
- 2) Giá dịch vụ cảng chỉ tăng ở mức 4% yoy

Nguồn: KBSV

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Bảng 1. Cập nhật KQKD

(tỷ VND)	4Q2022	3Q2023	4Q2023	+/-%QoQ	+/-%YoY	2022	2023	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu thuần	1,049	998	1,034	4%	-1%	3,898	3,846	-1%	Hoàn thành 98% kế hoạch doanh thu đặt ra cho 2023 (3,920 tỷ VND) 2023 tổng sản lượng hàng qua cảng GMD đạt hơn 3 triệu Teu (-4% yoy), giá các dịch vụ cảng tăng từ 5-10%.
<i>-Khai thác cảng</i>	771	780	824	6%	7%	3,086	2,942	-5%	4Q2023, GMD ghi nhận sản lượng 915,000 Teu (+19%QoQ), là quý thứ 4 liên tiếp sản lượng tăng trưởng dương so với quý trước và là quý ghi nhận sản lượng cao kỉ lục của GMD
<i>-Logistics & HĐ khác</i>	278	218	210	-4%	-24%	812	904	11%	4Q2023, hợp đồng cho thuê 1 tàu của GMD hết hạn
Lợi nhuận gộp	454	465	426	-8%	-6%	1,718	1,776	3%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>43.3%</i>	<i>46.6%</i>	<i>41.2%</i>	<i>-5.4 ppts</i>	<i>-2.1 ppts</i>	<i>44.1%</i>	<i>46.2%</i>	<i>2.1ppts</i>	Biên gộp 4Q2023 giảm do chi phí dịch vụ mua ngoài tăng
Thu nhập tài chính	8	33	24	-27%	200%	24	1,941	7,988%	Thu nhập tài chính 2023 tăng mạnh do lãi chuyển nhượng Nam Hải Đình Vũ trong 2Q2023
Chi phí tài chính	27	51	25	-51%	-7%	166	169	2%	
SG&A	190	102	276	171%	45%	667	660	-1%	Đẩy mạnh đầu tư cho hoạt động sales & marketing trong nửa cuối năm 2023
Lãi/lỗ từ CTLK	70	52	139	167%	99%	399	272	-32%	(1) 4Q2023 Gemalink ghi nhận lãi trở lại sau 4 quý lỗ liên tiếp do sự tăng trưởng sản lượng tích cực trở lại từ tháng 9/2023, đóng góp 74 tỷ VND cho GMD, (2) 4Q2023 CJ Gemadept Logistics đóng góp hơn 22 tỷ VND cho GMD
Lợi nhuận trước thuế	251	398	253	-36%	1%	1,308	3,144	140%	Không tính lợi nhuận thu được từ chuyển nhượng NHĐV, lũy kế cả năm 2023 GMD đã hoàn thành 118% LNTT kế hoạch đặt ra (1,136 tỷ VND)
Lợi nhuận sau thuế	216	338	192	-43%	-11%	1,161	2,502	116%	

Nguồn: Gemadept, KBSV

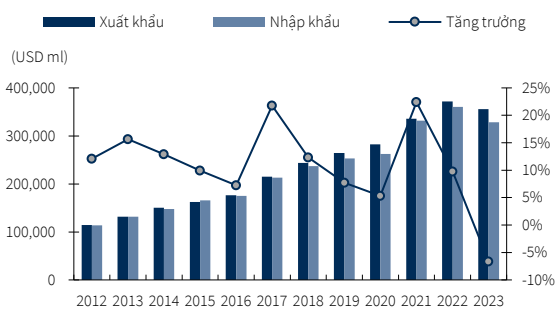
Sản lượng hàng qua toàn hệ thống cảng GMD 2024 kì vọng tiếp tục tăng trưởng ở mức 10 – 15%, chủ lực là nhóm cảng miền Nam. Động lực đến từ: (1) triển vọng tích cực của hoạt động xuất nhập khẩu, (2) dự án nâng cấp luồng hàng hải tại khu vực cảng Nam Đình Vũ và (3) số tuyến mới qua các cảng GMD liên tục tăng

Sản lượng hàng qua toàn hệ thống cảng GMD trong 2023 vẫn ở mức thấp hơn so với 2022 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 tổng sản lượng hàng qua cảng vẫn đang trên đà phục hồi từ đầu 2023 đến nay, liên tục tăng trưởng dương qua các quý. 4Q2023 ghi nhận sản lượng tăng gần 20% so với 3Q2023 và là quý có sản lượng cao kỉ lục của GMD từ trước đến nay, nâng thị phần của GMD tại miền Trung và miền Nam lần lượt lên 30% và 21%.

Chúng tôi dự kiến đà phục hồi này sẽ tiếp tục trong 2024, nâng tổng sản lượng hàng qua cảng GMD tăng 10 – 15% svck dựa trên:

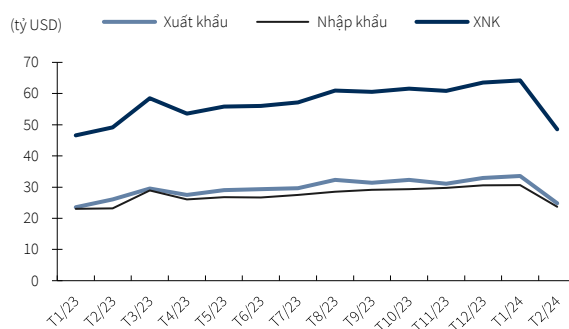
- Xuất nhập khẩu phục hồi tác động tích cực đến sản lượng hàng qua cảng. 2 tháng đầu 2024, kim ngạch xuất nhập khẩu đạt 114 tỷ USD (+18.6% yoy). Đà tăng trưởng dự kiến tiếp tục trong thời gian tới đến từ triển vọng xuất nhập khẩu tích cực với Trung Quốc và châu Âu.
- Dự án nạo vét luồng kênh Hà Nam của hệ thống cảng Hải Phòng được thực hiện từ tháng 1 đến tháng 6/2024 sẽ nâng độ sâu của mớn nước đoạn từ vũng quay tàu bến cảng Quốc tế Hải Phòng đến khu vực cảng Nam Đình Vũ từ 7m lên 8.5m. Dự án hoàn thành sẽ cho phép tàu lớn hơn ra vào làm hàng tại cảng khu vực này, tăng khả năng cạnh tranh cho Nam Đình Vũ khi có thể đón được tàu có tải trọng lớn hơn các cảng cùng khu vực.
- Gemadept hiện đã bắt đầu đẩy mạnh đầu tư hoạt động sales & marketing thu hút các đối tác lớn, đem về cho hệ thống cảng của công ty nhiều tuyến tàu mới. Trong 4Q2023, Gemalink tiếp nhận thêm tuyến dịch vụ mới AUE của Evergreen, dự kiến chuẩn bị tiếp nhận thêm 1 tuyến mới từ liên minh hãng tàu The Alliance.

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



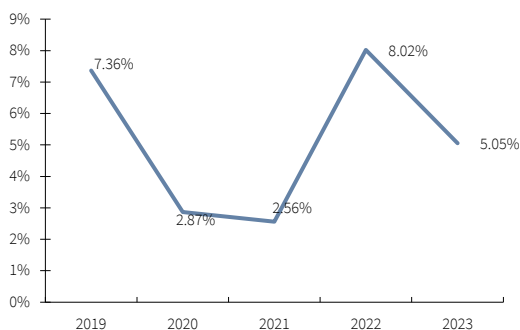
Nguồn: UNCTAD

Biểu đồ 3. Kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam từ đầu 2023 đến nay



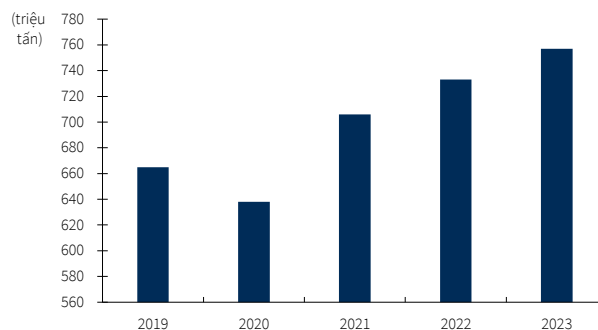
Nguồn: Tổng cục thống kê

Biểu đồ 4. Tốc độ tăng trưởng GDP Việt Nam giai đoạn 2019 - 2023



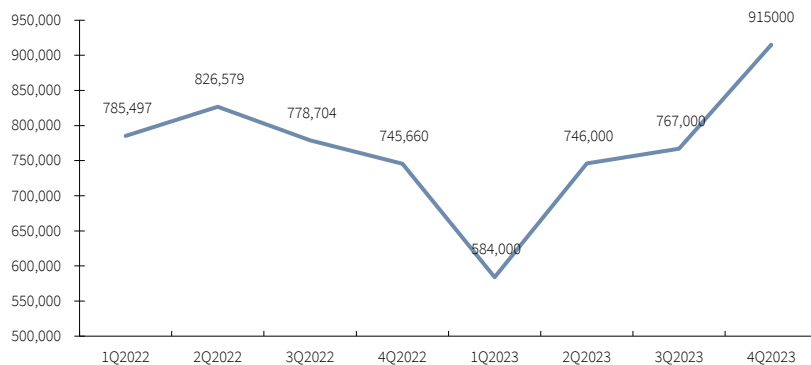
Nguồn: Tổng cục Thống kê, GMD

Biểu đồ 5. Sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển cả nước 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

Thông tư 39/2023/TT-BGTVT về nâng giá sàn dịch vụ cảng biển Việt Nam sẽ có tác động rõ ràng hơn tới KQKD khối cảng miền Nam trong thời gian tới

Chúng tôi dự kiến giá dịch vụ tại các cảng của GMD sẽ tiếp tục tăng trong 2024 với mức tăng cao hơn ở khu vực miền Nam: (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) thông tư 39/2023/TT-BGTVT về việc điều chỉnh tăng giá sàn dịch vụ cảng biển có hiệu lực từ 15/2/2024 sẽ tác động đáng kể tới GMD khi mà cảng nước sâu và cảng xanh là đối tượng được tăng giá nhiều nhất.

Mức tăng giá dịch vụ cảng ở nhóm cảng miền Bắc dự kiến sẽ chỉ ở mức 2 - 3% trong khi mức tăng ở miền Nam sẽ rơi vào khoảng 5 - 10% do: (1) các đối tác ở miền Bắc của GMD chủ yếu là các đối tác lâu năm kí hợp đồng dài hạn nên chưa thể thay đổi mức giá cước ngay, tình trạng cạnh tranh gay gắt tại khối cảng miền Bắc cũng không cho phép GMD có thể tăng giá nhiều và (2) khối cảng miền Nam hiện đang liên tục kí kết được các tuyến vận tải mới, có thể áp dụng mức cước mới ngay lập tức nên việc tăng giá sàn có tác động sớm hơn tại đây.

GMD tiếp tục triển khai kế hoạch thoái vốn cảng Nam Hải và các dự án không cốt lõi bất động sản và cao su

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). Công ty cho biết đang làm việc với đối tác tiềm năng và vẫn kì vọng sẽ hoàn thành thương vụ thoái vốn này trong năm nay. 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.

Công ty cũng đang tìm kiếm đối tác để chuyển nhượng dự án cao su ở Campuchia và các dự án bất động sản Saigon Gem, Gemadept Vientiane, mục tiêu dồn toàn lực tập trung vào hoạt động cốt lõi.

Ảnh 7. Tiến độ Gemalink 2

Gemalink được góp 25% vốn đầu tư từ CMA CGM, còn lại là vốn của Gemadept. Hiện GMD 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

- Có thể đón tàu lên đến 23,000 Teu/250,000 Dwt
- Tổng công suất 2 giai đoạn lên đến 3 triệu Teu

Cho đến nay, Gemalink đã làm hàng được cho hơn 2 triệu Teu hàng.

Gemalink 2 sẽ được triển khai từ cuối năm nay. Giai đoạn 2A đã có hạ tầng dự kiến có thể hoàn thành trong nửa cuối 2025. Giai đoạn 2B sẽ mất ít nhất 2 năm để hoàn thành, dự kiến đi vào khai thác sớm nhất 2H2026



Nguồn: GMD

Ảnh 8. Cảng Nam Đình Vũ

Nam Đình Vũ 1 và 2 hiện đang hoạt động 75% công suất, dự kiến đạt 100% công suất trước 2026.

Hiện Gemadept đang tập trung triển khai xây dựng Nam Đình Vũ 3, đã hoàn thành nộp tiền sử dụng đất. Nam Đình Vũ 3 kì vọng hoàn thành trong 2024, chạy thử nghiệm vào 1H2025 và đưa vào khai thác từ 2H2025.

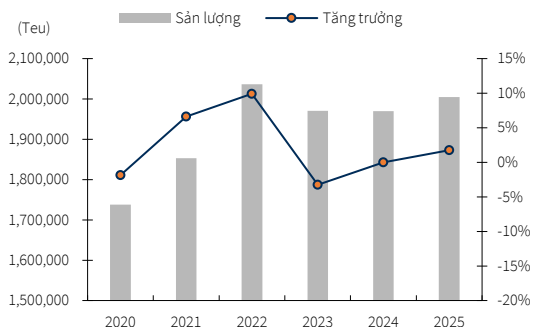
Sau khi hoàn thành, tổng công suất của Nam Đình Vũ sẽ lên đến 2 triệu Teu với tổng diện tích 65 ha, đưa Nam Đình Vũ trở thành cảng sông lớn nhất tại miền Bắc



Nguồn: GMD

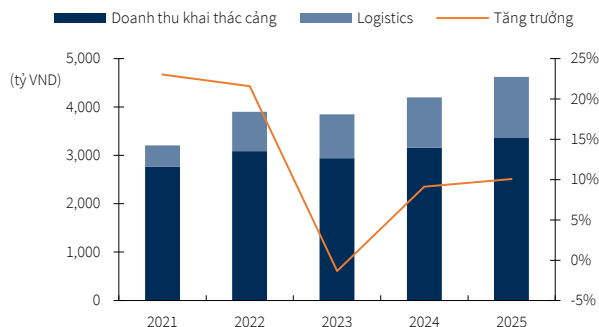
DỰ PHÓNG KQKD & ĐỊNH GIÁ

Biểu đồ 9. Dự phóng sản lượng container của GMD (chưa tính Gemalink)



Nguồn: GMD, KBSV

Biểu đồ 10. Dự phóng doanh thu từ các mảng kinh doanh GMD



Nguồn: GMD, KBSV

Bảng 11. Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	2023	2024F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu thuần	3,846	4,197	9%	
- Khai thác cảng	2,942	3,158	7%	Chúng tôi dự phóng sản lượng hàng qua cảng khu vực miền Bắc có xu hướng tăng nhẹ ở mức 2 - 3%, hàng khu vực miền nam tăng trưởng 10 - 15%. Giá cước dịch vụ cảng tăng nhẹ ở miền Bắc và tăng từ 5 - 10% ở khu vực miền Nam. Chúng tôi điều chỉnh giảm so với dự phóng trước đây do GMD đã giảm tuyến tàu của ASL.
- Logistics & hoạt động khác	904	1,039	15%	Hoạt động kho lạnh đem lại nguồn thu ổn định. CJ Gemadept đã kí kết hợp đồng với 2 đối tác chiến lược mới Beko và Hitachi từ nửa cuối 2023. Cuối 2023 GMD cũng đã hoàn thành dự án Kho ngoại quan cho hàng hóa quá khổ
Lợi nhuận gộp	1,776	1,961	10%	
Biên lợi nhuận gộp	46.2%	46.7%	+0.5ppt	Biên gộp cải thiện nhẹ 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, tuy nhiên các hợp đồng cho thuê tàu mới với giá thấp hơn kéo giảm biên gộp của hoạt động vận tải
Thu nhập tài chính	1,941	331	-83%	Dự kiến ghi nhận khoản lãi tài chính khoảng 200 tỷ VND do chuyển nhượng vốn cảng Nam Hải trong 2024 (trong khi thương vụ thoái vốn Nam Hải Đình Vũ 2023 thu về khoản lãi 1,800 tỷ VND)
Chi phí tài chính	169	119	-30%	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	660	651	-2%	GMD vẫn tiếp tục đẩy mạnh đầu tư cho hoạt động marketing trong 2024 để thu hút các đối tác mới
Lãi/lỗ từ CTLK	272	426	57%	Gemalink dự kiến nâng sản lượng lên 1.3 triệu Teu, đóng góp hơn 100 tỷ lợi nhuận cho GMD. SCS kì vọng lãi trở lại.
Thu nhập khác	69	75	9%	
Lợi nhuận trước thuế	3,091	1,873	-39%	
Lợi nhuận sau thuế	1,794	1,301	-28%	

Nguồn: GMD, KBSV

Khuyến nghị MUA – Giá mục tiêu 94,000 VND/cổ phiếu

Chúng tôi 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 sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền đối với hoạt động kinh doanh cốt lõi và lợi nhuận CTLK do đây là các mảng kinh doanh đem lại dòng tiền ổn định.

Đối với mảng cao su, chúng tôi định giá dựa trên giá trị sổ sách của khoản đầu tư do chưa rõ về khả năng thoái vốn của GMD khỏi mảng này trong thời gian tới.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cho cổ phiếu GMD với mức giá mục tiêu 94,000 VND/cổ phiếu, tương đương với mức tăng giá tiềm năng 19.9% so với mức giá đóng cửa 78,400 VND/cổ phiếu ngày 12/03/2024 dựa trên các giả định:

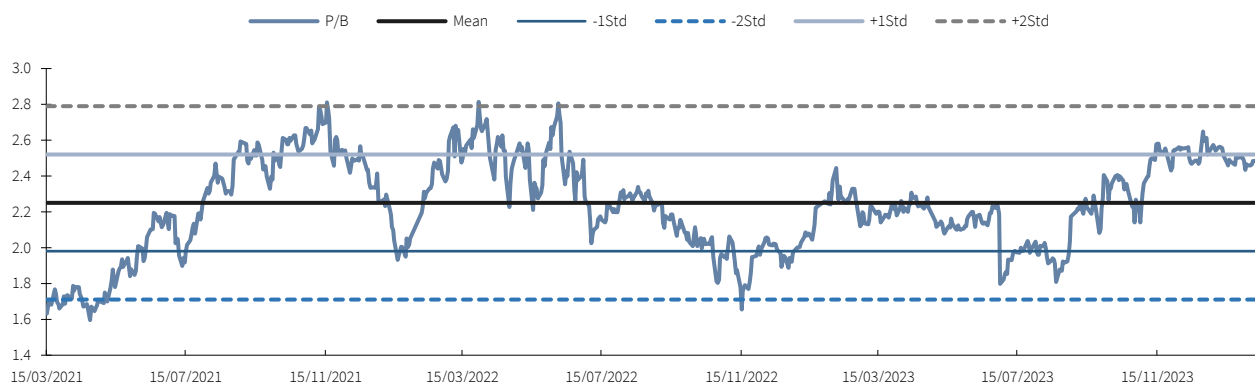
- Cảng Nam Đình Vũ 2 đi và hoạt động sẽ nhanh chóng thay thế cho NHĐV, đạt 80% công suất vào 2024 và lấp đầy công suất vào 2025. Sản lượng hàng qua Gemalink hồi phục đáng kể, ghi nhận 1.3 triệu Teu trong 2024, kì vọng lấp đầy công suất trong 2025. Các dự án mới Gemalink 2A và Nam Đình Vũ 3 lần lượt đi vào hoạt động đóng góp vào KQKD cho GMD từ 2025 và 2026.
- Mức giá dịch vụ cảng vẫn tăng nhẹ trong năm nay, trung bình ở mức 6 - 7% so với 2023.
- Chúng tôi kì vọng thương vụ thoái vốn cảng Nam Hải sẽ được ghi nhận trong năm nay

Bảng 12. 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	19,894	100%	19,894
Gemalink	FCFF	10,844	65.10%	7,059
Cao su	BV	1,500	100%	1,500
Bất động sản	BV	290	100%	290
Giá trị vốn cổ phần				28,743
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)				305.90
Giá trị định giá				94,000
Giá hiện tại (VND)				78,400
Dư địa tăng trưởng				19.9%

Nguồn: GMD, KBSV

Biểu đồ 13. Dữ liệu giao dịch P/B lịch sử



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
(Báo cáo chuẩn)				
Doanh số thuần	3,898	3,846	4,197	4,620
Giá vốn hàng bán	2,180	2,069	2,236	2,454
Lãi gộp	1,718	1,776	1,961	2,166
Thu nhập tài chính	24	1,941	349	69
Chi phí tài chính	166	169	96	160
Trong đó: Chi phí lãi vay	131	135	96	160
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	399	272	426	524
Chi phí bán hàng	142	115	147	162
Chi phí quản lý doanh nghiệp	524	545	504	462
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,309	3,160	1,990	1,976
Thu nhập khác	0	-16	0	0
Chi phí khác	-30	-53	0	0
Thu nhập khác, ròng	-31	-69	-75	-83
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,278	3,091	1,914	1,893
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	313	1,296	580	558
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	965	1,794	1,335	1,335
Lợi ích của cổ đông thiểu số	167	280	194	200
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	798	1,514	1,140	1,135

Chỉ số hoạt động

(%)	2022	2023	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	44.1%	46.2%	46.7%	46.9%
Tỷ suất EBITDA	46.2%	94.1%	56.8%	56.3%
Tỷ suất EBIT	36.1%	83.9%	47.9%	44.4%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	32.8%	80.4%	45.6%	41.0%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	33.6%	82.2%	47.4%	42.8%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	24.8%	46.7%	31.8%	28.9%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Lãi trước thuế	1,308	3,144	1,914	1,893
Khấu hao TSCĐ	393	395	385	573
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-412	-2,211	0	0
Chi phí lãi vay	131	135	96	160
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,401	1,405	2,395	2,627
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-186	512	4	-122
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-14	25	-24	-9
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	1,393	-1,257	352	-228
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	10	24	-46	26
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	2,299	-88	2,555	1,665
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-1,366	-1,068	-2,067	-2,394
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	4	22	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-86	-991	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	39	437	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	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	-1	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-1,235	1,013	-1,817	-2,394
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	45	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	1,563	682	0	1,996
Tiền trả các khoản đi vay	-1,431	-727	-446	-1,200
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	-41	-35	0	0
Cổ tức đã trả	-428	-780	-667	-668
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-338	-816	-1,113	129
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	727	109	-374	-600
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	637	1,364	1,474	1,100
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1,364	1,474	1,100	500

Nguồn: GMD, KBSV

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
(Báo cáo chuẩn)				
Tổng Cộng Tài Sản	13,031	13,542	14,917	16,295
Tài Sản Ngắn Hạn	2,619	3,401	3,028	2,587
Tiền và tương đương tiền	1,364	1,474	1,100	500
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	82	356	356	356
Các khoản phải thu	868	1,212	1,207	1,329
Hàng tồn kho, ròng	83	68	92	101
Tài Sản Dài Hạn	10,412	10,141	11,888	13,709
Phải trả dài hạn	45	40	40	40
Tài sản cố định	3,262	4,169	5,916	7,736
Tài sản dở dang dài hạn	2,790	1,759	1,759	1,759
Đầu tư dài hạn	3,065	3,122	3,122	3,122
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Nợ Phải Trả	5,083	3,836	4,543	5,254
Nợ ngắn hạn	3,211	1,936	3,562	4,630
Phải trả người bán	838	508	860	631
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	194	317	271	297
Vay ngắn hạn	543	446	1,200	2,353
Nợ dài hạn	1,872	1,899	980	624
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	291	277	277	277
Vay dài hạn	1,486	1,518	318	-39
Vốn Chủ Sở Hữu	7,949	9,707	10,374	11,041
Vốn góp	3,014	3,059	3,059	3,059
Thặng dư vốn cổ phần	1,942	1,942	1,942	1,942
Lãi chưa phân phối	1,228	2,938	3,605	4,273
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,%,VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Chỉ số định giá				
P/E	25.8	11.0	21.0	21.1
P/E pha loãng	25.8	11.0	21.0	21.1
P/B	3.0	2.5	2.3	2.2
P/S	6.2	5.6	5.7	5.2
P/Tangible Book	1.8	2.3	2.4	2.2
P/Cash Flow	6	-245	6	15
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	7.7	6.0	10.1	9.2
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	9.9	6.7	11.9	11.7

Hiệu quả quản lý

	2022	2023	2024F	2025F
ROE	12.1%	18.5%	12.9%	12.2%
ROA	7.4%	13.2%	9.9%	8.0%
ROIC	15.7%	30.5%	18.2%	16.1%

Cấu trúc tài chính

	2022	2023	2024F	2025F
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.45x	0.95x	0.24x	0.37x
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.46x	0.79x	0.55x	0.38x
Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.72x	1.57x	0.65x	0.59x
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	18.7%	15.6%	0.8%	24.3%
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	11.4%	11.2%	0.6%	15.9%
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	6.8%	4.6%	4.6%	26.1%
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	4.2%	3.3%	3.6%	17.1%
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	40.4%	20.0%	34.3%	41.9%
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	24.6%	14.3%	23.9%	28.4%
Tổng công nợ/Vốn CSH	63.9%	39.5%	43.8%	47.6%
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	39.0%	28.3%	30.5%	32.2%

Chỉ số hoạt động

	2022	2023	2024F	2025F
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	4.5	3.2	3.8	3.8
Hệ số quay vòng HTK	26.4	30.4	24.3	24.3
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	3.6	3.1	3.3	3.3

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

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

Website: 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.